

投資信託・債券投資家層の現状と拡大の可能性

松 浦 克 己

要 旨

家計資産選択の多様化に投資信託、債券が寄与することが期待されている。家計の投資信託や国債に対する評価は厳しい。投資信託や公社債保有率の低下は収益率の低迷を反映している。家計の投資信託保有やシェアを分析することで、家計が今後どのように投資信託や債券に対応するかを考察する。主な結論は次のとおりである。①投資信託や債券は上位約15%の富裕層ではかなり普及している。②投資信託に対する認知は約2/3で、元本割れのリスクに対する認識は必ずしも広まっていない。③販売窓口の広がりには、新規の投資家層を拡げる可能性がある。④シェアは等価月間消費額、世帯主非就業、遺産受取、持ち家に依存する。⑤全世帯でのシェアはかなり低いが、現在保有家計に限定すればシェア確率は既に相当高い。今後は中位層以上の家計に新規普及を図ることが、全体としての投資信託・債券の拡充につながる。⑥投資信託に対する認知の低さから、その商品性等について十二分な説明を家計に行うことが必要である。

目 次

- | | |
|-----------------------------|-----------------------------|
| I. 広がらない投資信託、債券の投資家層 | 1. 投資信託の認知状況 |
| 1. 投資信託などに対する評価 | 2. 投資信託取扱金融機関の認知と購入意向 |
| 2. 本稿の構成と目的 | V. 投資信託+債券、投資信託、債券のシェア関数の推計 |
| II. 国債金利、株式収益率の推移 | 1. シェア関数の計量方法 |
| III. 金融資産の保有状況と投資信託・債券保有の分布 | 2. シェア関数の定式化 |
| 1. 金融資産の保有状況とシェア | 3. シェア関数の推計結果 |
| 2. 投資信託と債券保有の分布 | VI. 結びにかえて |
| IV. 投資信託の認知と購入経験・意向 | 参考文献 |

I. 広がらない投資信託、債券の投資家層

ミドル・リスク、ミドル・リターンが期待される投資信託や債券投資（以下債券投資を「公社債投資」ということがある）は、最終的な資金の出してとしての家計の資産選択の多様化に大きな役割を果たすことが期待されている（たとえば日本証券経済研究所 [2003] 参照）。その販売窓口もかつての証券会社から銀行、郵便局へと大きく広がった。販売窓口の広がり投資信託や債券が家計にとって手軽な資産選択の対象となったことを意味する。実際にも2004年の投資信託販売の約50%が銀行によっている。

1. 投資信託などに対する評価

(1) 世論調査でみた評価

販売窓口の広がりにもかかわらず、投資信託や公社債の代表である国債投資に対する家計の評価は極めて厳しい。内閣府「証券投資に対する世論調査」（2002年5月）によれば、投資信託を行いたい人は5.6%、行うつもりのない人は87.5%である。国債投資を行いたい人は5.8%、行うつもりのない人は87.7%である。これらの数字は代表的な危険資産である株式投資を行いたい人の11.4%、行うつもりのない人の82.7%を下回る。ミドル・リスク、ミドル・リターン資産に対する評価は危険資産よりも厳しい。証券広報センター「証券投資に関する全国調査」（2003年6月）によっても、投資信託に関心があるは8.0%（関心がない91.8%）、公社債に関心があるは7.6%（関心がない92.3%）である。ここでも株式投資に関心がある14.5%（関心がない85.4%）をかなり下回る評価である¹⁾。国

際的にみても、わが国家計の株式保有比率は欧米各国と遜色はないが、株式投資信託の保有比率はかなり低いことが指摘されている（松浦・白石 [2004] 参照）。

(2) 時系列的にみた投資信託、公社債の保有状況

時系列的にみた場合も投資信託、公社債保有は広がりを見せていない。1990年代以降はむしろ漸減傾向にある。証券広報センターの「証券投資に関する全国調査」によれば1962年の調査開始時点で投資信託の現在保有世帯は10.1%であった。それが証券不況後の1967年には4.5%（調査期間中の最低）にまで急落した。安定成長期の1970年代後半から1980年代にかけて上昇し1982年には8.2%となった。その後バブル期の1988年に16.7%と上昇した（調査期間中の最高）。しかしバブル崩壊後は低減が続き1994年には12.1%、2003年には6.1%となった。注目されるのは「以前保有現在非保有」世帯が2003年には10.2%と調査開始以来最高となり（この項目は1964年より）、現在保有世帯の6.1%を大きく上回ることである。証券不況後の1970年における現在保有世帯4.7%を以前保有現在非保有世帯が7.9%と大きく上回って以来の状況である。言い換えれば2003年には投資信託経験者の約63%が市場から手を引いている。これは証券不況の傷が十分癒えていなかった時代に匹敵する。

公社債保有はある意味で投資信託よりも厳しい推移を見せている。公社債保有に関する最初の調査時点である1976年には保有率は7.6%であった。これは当時の投資信託保有率5.4%を上回っていた。1980年代の調査でも10.5～10.9%であった。1990年代以降における金利低

下などの状況の中で2003年には3.7%と調査開始時点に比べて半減している。公社債投資の場合も以前保有現在非保有世帯は7.4%と過去最高である（この項目は1991年から調査。1991年時点で1.7%）。実に公社債投資経験者の2/3が市場から現在手を引いている状況にある。

2. 本稿の構成と目的

ミドル・リスク、ミドル・リターンを提供により家計資産選択の多様化と収益率の向上に大きな役割を果たすことが期待される投資信託や債券投資であるが、家計の保有状況や評価は厳しい状況にある。本稿では株式投資収益率や国債金利の動きが保有率の厳しい変動の背景にあることを概観した上で、「家計と貯蓄に関する調査」（郵政総合研究所、2004年10月）により投資信託や債券の保有がどのような家計で行われているかを考察する。特に投資信託や債券の金融資産に占めるシェア関数の推計とシミュレーションにより、今後どのような家計が投資信託や債券を保有することが、ミドル・リスク、ミドル・リターン資産の普及につながるかを、その課題と共に明らかにすることを目的とする。

Ⅱで国債金利や株式投資収益率の推移を見ることで、金利や収益率の変化が家計の資産選択を大きく規定していることを概観する。Ⅲでは「家計と貯蓄に関する調査」により投資信託と債券保有の分布を、金融資産、消費、持ち家状況などの観点から紹介する。2004年の「家計と貯蓄に関する調査」では投資信託の認知や購入意向について詳しく聞いており、ミドル・リスク、ミドル・リターンの資産選択の分析には適した調査である。Ⅳでは投資信託の販売窓口が広げられた状況を踏まえ、投資信託自体の認知

状況と販売窓口別にみた投資信託の購入意向について解説する。Ⅴでは投資信託+債券、投資信託、債券の各々について金融資産に占めるシェアに関してトービット・モデルで推計を行い、シェア確率についてシミュレーションを行う。最後に簡単なまとめを行う。

結論を先に述べれば以下のとおりである。

- ① 投資信託や債券は上位約15%の富裕層ではかなり普及している。
- ② 投資信託に対する認知は約2/3である。元本割れのリスクに対する認識は必ずしも広まっていない
- ③ 販売窓口の広がり、新規の投資家層を拓ける可能性がある。
- ④ シェアは等価月間消費額、世帯主非就業、遺産受取（含む受取予定）、持ち家に依存する。
- ⑤ 全世帯でのシェアはかなり低い、投資信託や債券を保有する家計に限定すればシェア確率は既に相当高い。今後は中位層以上の家計に新規普及を図ることが、全体としての投資信託・債券の拡充につながる。
- ⑥ 投資信託の商品性等について、十二分な説明を家計に行うことが必要である。

Ⅱ. 国債金利、株式収益率の推移

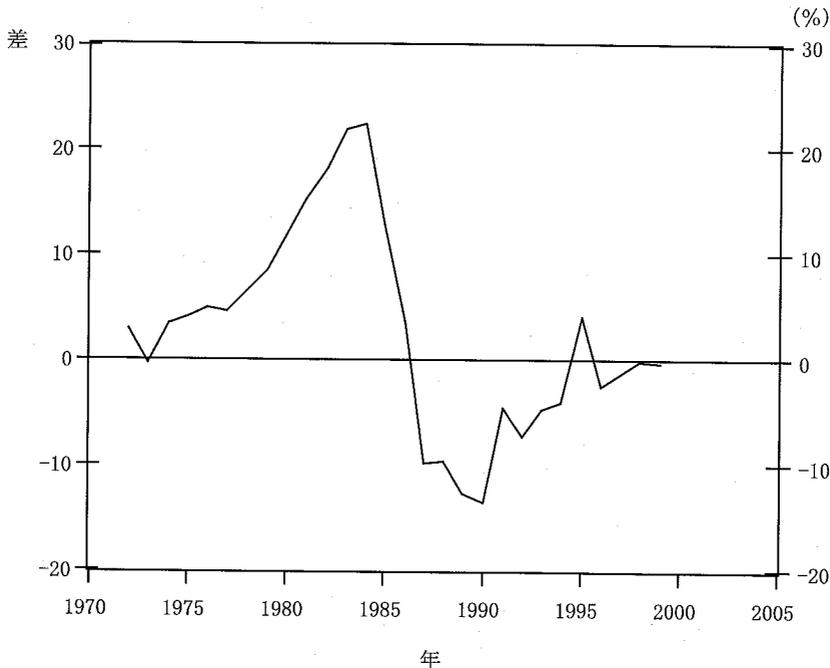
家計の資産選択がその時々金利や株式投資収益率あるいは債券のデフォルト確率などの動きに反応していることは間違いない。1991年以降の金利低下、特に近年のゼロ金利政策が国債をはじめとする公社債の魅力を著しく減退させたであろうことは容易に推測できる。「証券投資に関する世論調査」で債券保有比率が10.9%のピークを付けた1982年は、年末の長期利付債応募者金利が7.967%（81年末が8.367%のピー

ク)の高水準を付けた年でもある²⁾。途中売買をほとんどしない家計にとって、個人向け国債で0.5~1.0%、10年もの長期利付債で1.3~1.5%の金利水準で5年間、10年間も資金を固定するインセンティブはほとんど無いであろう³⁾。1994年の保有率7.9% (金利4.550%)、97年の保有率6.7% (金利1.991%)という保有率の低下は、1980年代や90年代初頭の高利回り債の償還期限が来ると共に家計が新規の債券購入を控えたことによると推察される。加えて2001年9月に破綻したマイカルの社債約3,500億円のデフォルトやアルゼンティン円建て債の問題は債券投資のリスクを人々に改めて認識させたであろう。

投資信託の中核をなす株式投信についても、その収益の基礎となる株式投資収益率は配当割引モデルでみる限りリスク・プレミアムは戦後

一貫してマイナスであった(松浦・白石[2004] 85-88頁)。このように長期投資の収益対象としては魅力に欠ける面があった。日本証券経済研究所による株式投資収益率を1~5年間の中期のスパんでみると、投資信託保有比率が4.8%と低迷した第一次オイルショック期の1973年購入が投資期間1年間で-11.4%、同3年間で2.9%、同5年間で7.0%である。同時期の長期国債利率(7.302%)を考えれば、株式投資信託は魅力のある投資対象ではなかったであろう。バブル期を含むとはいえ、1980年代半ばの株式収益率が投資期間1年間で46.2%(1986年購入)、同3年間で32.9%(1984、85年購入)、同5年間で29.6%(1983年購入)は、株式上昇局面での中期で行う株式投資信託の魅力を高めたであろうことは疑いない。それが1982年の投信保有率8.2%から85年の12.8%、

図表1 株式投資収益率(5年間)と10年もの利付き国債応募者利回りの差



(出所) 日本証券経済研究所『株式投資収益率』と『東洋経済統計年報』10年物利付き国債応募者利回りにより筆者作成

さらに88年の16.7%という上昇につながったであろう。

以上みた金利や株式収益率と公社債、投資信託の保有比率の動きから、1990年代以降の株式投資収益率の低迷と低金利が株式投信、公社債投信を含めて投資信託保有率の低下につながったことも容易に推測できる⁴⁾。とりわけ投資期間5年間の株式収益率と10年物国債応募者利回りの差をみると、1987年株式購入以降はほぼ一貫してマイナスである（図表1参照）。この差は販売手数料や信託報酬などの取引コストは考慮していない。1990年代の急激な金利低下局面、ゼロ金利下で、取引コストの考慮前の段階で両者の差がマイナスになったということは、投信信託の投資家にとりまさに厳冬の時代とも言える状況であった。

より直近の状況をモーニングスター社のデータによりみたい。金融危機直前である1996年の年間平均TOPIX1606.37を超えた2005年1月13日のモーニングスター社のインデックス（加重平均、単位：ポイント）は1999/04/30＝10,000）によれば、オールインデックス9,594、レーティングインデックス9,683、国内株式型12,186、国内債券型9,861、国内ハイブリッド型11,505である⁵⁾。株式関係については復調がうかがわれるが、債券の不調により総体としては依然厳しい状況にある。

Ⅲ. 金融資産の保有状況と投資信託・債券保有の分布

「家計と貯蓄に関する調査」（2004年、郵政総合研究所）により投資信託の認知状況や販売先別の購入意向をみたい⁶⁾。同調査の回答総数は4,914（回収率61.4%）である。以下の分析に

当たっては、世帯の年収について無回答、金融資産の保有について無回答、月間消費額について無回答、住居所有形態について無回答などのサンプルは回答拒否として除いた。これによりサンプルは3,671となった。その上で現金以外の金融資産を全く保有しない金融資産非保有世帯（567サンプル、回答世帯の15.45%）も除いた。利用したサンプルは最大で3,104である⁷⁾。2004年10月は2002年～2003年の株価の低迷を脱した時期である。状況が極めて厳しい時期の2003年調査であった証券広報センター「証券投資に関する全国調査」に比べると「家計と貯蓄に関する調査」はやや楽観的な傾向にあるが、調査時点における経済状況の違いを反映しているよう。

1. 金融資産の保有状況とシェア

最初に金融資産の保有状況についてみたい（図表2参照）。預貯金保有比率は96.17%で現金以外の金融資産を保有する世帯では幅広く行き渡っている。有価証券（株式、債券、投資信託のいずれか一つでも保有する世帯）保有比率は21.88%である。個人年金型生命保険とはほぼ肩を並べる水準であり、有価証券全体では決して低くはない水準である。その中心は株式（16.88%）であり、債券または投資信託の少なくともいずれか一つを保有する世帯は11.18%（債券5.15%、投資信託8.57%）にとどまる⁸⁾。債券や投資信託の保有比率は高度成長期や安定成長期に普及した財形・社内預金の16.27%を大きく下回る水準である。

金額ベースのシェアをみると預貯金は63.84%であり、家計の金融資産の太宗を占めている。生保の19.58%がそれに次いでいる。有価証券は12.32%である。その内株式は

図表2 金融資産の保有比率とシェア

(単位 %))

	保有比率	シェア		保有比率	シェア
預貯金	96.17	63.84	個人年金	22.55	4.77
銀行預金	88.95	43.21	有価証券	21.88	12.32
普通性預金	84.83	17.51	株式	16.46	7.05
定期性預金	56.64	25.70	債券・投資信託	11.18	5.28
郵便貯金	69.14	20.63	債券	5.15	2.57
普通性郵貯	58.31	5.64	投資信託	8.57	2.71
定期性郵貯	45.46	14.99	財形その他	18.11	4.01
生命保険	56.70	19.58	財形・社内預金	16.27	3.13
貯蓄性生保	51.22	14.81	その他	2.67	0.88

N 3,104

(出所)『2004年家計と貯蓄に関する調査』により筆者計算

7.05%、債券・投資信託は5.28%（債券2.57%、投資信託2.71%）である。債券・投資信託の合計は個人年金型生保の4.77%を上回るが、個別にみるといずれも財形・社内預金の3.13%には及ばない。保有でもシェアでも債券投資、投資信託投資は未だに財形・社内預金に及ばないというのが実情である。

2. 投資信託と債券保有の分布

投資信託や債券は全体としての保有比率は低いが、その保有状況を家計の生活水準と密接に関連する金融資産額、等価消費月額、住居所有形態別にみてみたい。これにより、その保有の特徴を簡単に取り上げる。

金融資産額階級別でみると投資信託、債券とも低資産額階級ではほとんどゼロに近く、高資産額階級で急上昇するという傾向が明瞭である（図表3参照）。金融資産額2,500万円以上の階級⁹⁾で投資信託または債券のいずれか少なくとも一つを保有世帯する比率は30%を超える。特に上位7%の階層に相当する3,500万円以上の階級では40～50%の水準となる。これに対し

300万円未満の階級¹⁰⁾では投資信託または債券を保有するのは、無視できる水準である。メディアンの620万円を含む600～700万円の階級で投資信託、債券とも1.50%（投資信託または債券で3.01%）であるから、メディアン以下の階級ではほとんど保有されていない。投資信託や債券は富裕層向けの金融商品であることがうかがわれる。

恒常所得あるいは生活（厚生）水準の代理変数として用いられるのが、

$$\text{等価消費月額} = \text{消費月額} / \text{世帯人員平方根}$$

である。ここで消費月額を世帯人員の平方根で割るのは家計の規模の経済を調整するためである。等価消費月額34万円以上のトップ階級では、他の金額階級と比べて投資信託保有率26.76%、債券保有率19.72%ときわだって高い（投資信託または債券の少なくともいずれか一つを保有する比率は30.99%）。26～28万円の階級では投資信託保有率は19.1%とかなり高い。20万円以上の階級では概ね15%を超えている。反面、等価月額消費8万円未満の階級では投資信託または債券の少なくともいずれか一つ

図表3 金融資産保有額と投資信託、債券の保有比率

(単位 %)

金融資産額 (万円)	投資信託 保有比率	債券 保有比率	投信債券 保有比率	N(人数)	金融資産額 (万円)	投資信託 保有比率	債券 保有比率	投信債券 保有比率	N(人数)
[0, 100)	0.26	0.26	0.26	391	[1200, 1300)	10.26	5.13	14.10	78
[100, 200)	1.53	0.00	1.53	262	[1300, 1400)	4.84	1.61	6.45	62
[200, 300)	1.67	0.42	2.08	240	[1400, 1500)	9.26	7.41	16.67	54
[300, 400)	2.23	0.89	3.13	224	[1500, 1600)	15.56	6.67	20.00	45
[400, 500)	4.28	1.07	4.81	187	[1600, 1800)	7.58	4.55	12.12	66
[500, 600)	4.62	2.56	6.67	195	[1800, 2000)	10.71	5.36	14.29	56
[600, 700)	1.50	1.50	3.01	133	[2000, 2500)	15.66	7.23	19.88	166
[700, 800)	9.52	3.17	10.32	126	[2500, 3000)	26.80	15.46	32.99	97
[800, 900)	8.40	3.36	10.92	119	[3000, 3500)	23.53	16.47	32.94	85
[900, 1000)	6.82	6.82	12.50	88	[3500, 4000)	35.42	31.25	50.00	48
[1000, 1100)	4.35	1.74	5.22	115	[4000, 6000)	29.36	23.85	41.28	109
[1100, 1200)	15.00	3.75	16.25	80	[6000~	42.31	35.90	47.44	78
合計	投資信託	債券	投信債券	N(人数)					
	8.57	5.15	11.18	3104					

(出所) 図表2に同じ。

を保有する割合でも2.13~3.57%にとどまる。メデアンに該当する16~18万円の階級で投資信託8.69%、債券7.57% (同12.47%) である(図表4参照)。ここでもメデアン以下の家計では相対的に保有されていないことが分かる¹¹⁾。金融資産額階級別分布と等価消費月額階級別分布を併せると、投資信託や債券は、全般的には普及していないが上位約15%の生活水準の高い富裕層には相当浸透していることがうかがわれる。

資産や生活水準に関連するもう一つの重要な要素は住宅である。住宅所有形態別に投資信託や債券の保有率をみたのが図表5である。その特徴は借家戸建て居住の家計で債券保有率が0%ということである。計量経済学的にいうと債券保有に関するプロビット分析で完全識別(被説明変数の1と0の選択肢とダミー説明変

数の選択肢1と0とが完全に対応する)の状態となり、この借家戸建て居住の情報を説明変数にすると推計が不可能となる。理論的にはあり得るが、実際は相当まれな例である。賃貸マンション居住者の債券保有率も0.88%と無視できる水準である。持ち家戸建て(6.91%)や持ち家マンション居住家計(5.91%)の保有率が相対的に高くなっている。

投資信託の保有率も持ち家戸建て、持ち家マンション、社宅・官舎居住家計の保有率が10.49%~14.46%と相対的に高い。これに比べると借家戸建て居住家計(2.40%)と賃貸マンション居住家計(3.16%)の比率はかなり低くなっている。

図表4 月間等価消費額と投資信託、債券の保有比率

(単位 %)

金融資産額 (万円)	投資信託 保有比率	債券 保有比率	投信債券 保有比率	N(人数)	金融資産額 (万円)	投資信託 保有比率	債券 保有比率	投信債券 保有比率	N(人数)
[3, 6)	2.13	0	2.13	47	[18, 20)	8.79	5.49	12.09	91
[6, 8)	2.38	2.38	3.57	84	[20, 22)	12.23	6.95	15.35	417
[8, 10)	4.76	4.76	6.8	147	[22, 24)	13	10	17	100
[10, 12)	4.16	3.42	6.85	409	[24, 26)	13.02	3.55	14.79	169
[12, 14)	6.07	2.31	7.51	346	[26, 30)	19.1	4.49	21.35	89
[14, 16)	6.54	3.67	8.61	627	[30, 34)	13.79	6.9	17.24	58
[16, 18)	8.69	7.57	12.47	449	[34~	26.76	19.72	30.99	71

N 3,104

(注) 等価消費額=月間消費額/世帯人員の平方根

(出所) 図表2に同じ

図表5 住居の所有形態と投資信託、債券保有比率

(単位 %)

住居所有形態	投資信託 保有比率	債券 保有比率	投資信託債券 保有比率	N(人数)
持ち家戸建て	10.49	6.91	14.03	1839
借地戸建て(所有)	7.09	4.72	9.45	127
持ち家マンション	10.84	5.91	12.81	203
借家戸建て	2.40	0.00	2.40	125
賃貸マンション	3.16	0.88	3.51	570
公営賃貸住宅	5.21	3.13	7.29	96
社宅・官舎	14.46	2.41	15.66	83
その他	6.56	8.2	13.11	61

N 3,104

(出所) 図表2に同じ

IV. 投資信託の認知と購入経験・意向

1. 投資信託の認知状況

2004年「家計と貯蓄に関する調査」では投資信託の認知や購入意向について詳細に質問がなされている。投資信託の認知については、投資信託の概要を説明した上で、「あなたの世帯では投資信託をご存じですか。また、購入したこ

とがありますか」と質問している。この項目に対する回答者数は3,099であった。その内で投資信託を知っているとした比率は66.41%、投資信託を知らないとした比率は33.59%である。1/3の家計は投資信託の存在そのものを知らないということになる¹²⁾。この比率を高いとみるか低いとみるかの判断は人によって分かれようが、銀行で投資信託の窓口販売がなされている下での数字だということは認識する必要があるであろう。

購入経験世帯は全体の19.30%である。購入

経験世帯の中で現在保有している世帯は8.49%、非保有世帯は10.81%である。購入経験はあるが、現在は手を引いている世帯の方が多いというのは、2003年証券広報センターの調査結果と共通している。

投資信託を知っていると回答した世帯(2,045)についてはさらに「投資信託では、元本割れの可能性(リスク)がありますが、このような特色についてご存じですか」と質問している。回答世帯全体では82.15%が承知しているが、17.85%の世帯は元本割れのリスクを認識していない。購入経験のある世帯でも20世帯(購入経験世帯の3.39%)は元本割れの可能性を認識していない。この結果は投資信託を知っているといても、それは投資信託という名前を聞いたことがある程度という世帯が多いことを示唆している。元本割れのリスクを知らないということは、投資基準価額を知らないということに等しい。投資信託の認知に対する質問の回答総数は3,099であったから、元本割れのリスクや投資基準価額を認識しているのは全体の54.18%、認識していない世帯が45.82%ということになる。今後の投資信託の普及に当たっては、まず投資成果がプラスとマイナスに変動するということが家計に周知徹底する必要があることを、この結果は示唆している。その投資成果にしても、販売手数料や信託報酬を控除した後に決まるということの理解を求める必要がある。投資基準価額を知らない世帯が、銀行預金や郵便貯金では不要の販売手数料や信託報酬を認識しているとは考えづらいからである。この点は投資信託の普及を図る上で、いくら強調しても強調しすぎることはないであろう。

2. 投資信託取扱金融機関の認知と購入意向

元本割れの可能性を承知しているという世帯に「投資信託を取り扱っている機関についてご存じですか」という質問をしている(回答は1,672世帯)。知っている1,329世帯(回答世帯の79.49%、全世帯の42.91%)、知らないは343世帯(同20.51%、11.08%)である。取扱金融機関を知っていると回答した世帯には知っている具体的な取扱金融機関をきいている。

その上で改めて全世帯に「今後投資信託を購入したいと思えますか」という質問をしている(回答数3,095)。購入意向と取扱金融機関の関係をまとめたのが図表6である。なお表の不知には投資信託を知らないと回答した世帯と元本割れの可能性を知らないと回答した世帯を含む。全体で見ると、購入したいという世帯は198(6.40%)、購入したくないは1,648世帯(53.25%)、分からないは1,249世帯(40.36%)である¹³⁾。

取扱金融機関で最も知られているのは証券会社31.79%である(複数回答)。次いで投資信託会社(18.84%)と都銀(19.90%)が並んでいる。10%以上取扱金融機関として認識されているのは長信銀・信託銀行(13.60%)と地銀・第二地銀(12.54%)である。購入意向が全体で6.40%であることを考えれば、新規に参入した都銀や長信銀・信託銀行、地銀・第二地銀は意外なまでに投資信託取り扱い機関として認識されているとみるべきなのかもしれない。

認知かつ購入意向の組み合わせの最も高いのは証券会社である(4.72%)。都銀はついで2.71%である。証券会社+投信会社で4.98%となっている。銀行部門全体(都銀+長信銀・信

図表 6 投資信託の購入意向と認知販売先

認知販売先		購入したい	購入したくない	分からない	計	認知販売先		購入したい	購入したくない	分からない	計
都銀	不知	114	1330	1035	2479	農協	不知	191	1614	1231	3036
	(%)	3.68	42.97	33.44	80.1		(%)	6.17	52.15	39.77	98.09
	知	84	318	214	616		知	7	34	18	59
	(%)	2.71	10.27	6.91	19.9		(%)	0.23	1.1	0.58	1.91
地銀 第二地銀	不知	146	1448	1113	2707	証券会社	不知	52	1152	912	2116
	(%)	4.72	46.79	35.96	87.46		(%)	1.68	37.22	29.47	68.37
	知	52	200	136	388		知	146	496	337	979
	(%)	1.68	6.46	4.39	12.54		(%)	4.72	16.03	10.89	31.63
長信銀 信託銀行	不知	150	1418	1106	2674	投資信託	不知	133	1311	1037	2481
	(%)	4.85	45.82	35.74	86.4		(%)	4.3	42.36	33.51	80.16
	知	48	230	143	421		知	65	337	212	614
	(%)	1.55	7.43	4.62	13.6		(%)	2.1	10.89	6.85	19.84
銀行小計	不知	82	1177	936	2195	証券会社+ 投資信託 小計	不知	44	1069	864	1977
	(%)	2.65	38.03	30.24	70.92		(%)	1.42	34.54	27.92	63.88
	知	116	471	313	900		知	154	579	385	1118
	(%)	3.75	15.22	10.11	29.08		(%)	4.98	18.71	12.44	36.12
信金・信組 労金	不知	183	1578	1202	2963	生保 損保	不知	176	1575	1200	2951
	(%)	5.91	50.99	38.84	95.74		(%)	5.69	50.89	38.77	95.35
	知	15	70	47	132		知	22	73	49	144
	(%)	0.48	2.26	1.52	4.26		(%)	0.71	2.36	1.58	4.65

	購入したい	購入したくない	分からない	
計	198	1648	1249	3095
(%)	6.40	53.25	40.36	

〔出所〕 図表 2 に同じ

〔注〕 取り扱い金融機関は複数回答である。

託銀行+地銀・第二地銀)では3.75%である。銀行の販売実績が証券会社に近時接近していることを考えると、購入意向層についても銀行部門がかなり証券部門を追い上げているように見える。

銀行部門がどの程度新規に投信信託の投資家を開拓しそうかを、①銀行部門を販売先として認知(不知)しているあるいは証券部門を販売先として認知(不知)しているという組み合わせと、②購入意向の関係でみたのが図表7である。銀行部門承知かつ証券部門不知という組み合わせは、銀行部門が全く新しく投資層として

開拓する可能性があるものである。その購入意向層は0.52%である。一見少ないように見えるが、購入意向のある層が全体でも6.40%であることを考えれば、銀行部門による潜在的な投資家の拡大余地としては少なくないといえよう。

意外なのは、銀行部門不知かつ証券部門不知でも購入意向を持つ層が0.90%いることである。この値は銀行部門の潜在的な新規投資家の開拓層0.52%を上回る。このことは投資信託販売先の拡充が、新たな投資信託購入層の拡大につながることを示唆している。

図表7 銀行部門と証券部門の認知状況と購入意向

認知販売先		購入したい	購入したくない	分からない	計
銀行、証券 共に承知	No	98	1296	994	2388
	(%)	3.17	41.87	32.12	77.16
	Yes	100	352	255	707
	(%)	3.23	11.37	8.24	22.84
銀行承知 証券不知	No	182	1529	1191	2902
	(%)	5.88	49.4	38.48	93.76
	Yes	16	119	58	193
	(%)	0.52	3.84	1.87	6.24
銀行不知 証券承知	No	144	1421	1119	2684
	(%)	4.65	45.91	36.16	86.72
	Yes	54	227	130	411
	(%)	1.74	7.33	4.2	13.28
銀行不知 証券不知	No	170	698	443	1311
	(%)	5.49	22.55	14.31	42.36
	Yes	28	950	806	1784
	(%)	0.9	30.69	26.04	57.64

N 3,095

(出所) (注), 図表6に同じ

V. 投資信託+債券, 投資信託, 債券のシェア関数の推計

1. シェア関数の計量方法

ここでは金融資産に占める投資信託+債券, 投資信託, 債券の各シェア関数をトービット・モデルで推計する。シェア関数推計の特徴は, シェアは定義によって下限が0, 上限が100であるので, 上限と下限の両端に制約のあるトービット・モデル (two limit tobit model) によることである。この点は下限が0, 上限が無限大 (つまり制約がない) という通常のトービット・モデルと異なる。下限が0で上限が100のシェア関数の推計値と通常のトービット・モデルでは推計値 (係数) 自体が大きく異なることはあまり無いが, 推計値から期待値

(予測シェア) を求める時に100に近い領域 (分布の上裾) では値がかなり乖離することがある。シェアの期待値を計算する関係で, ここでは明示的に two limit tobit model を採用する。次の1)式を考える。

$$y_i^* = a + bx_i + u_i \quad 1)$$

$$0 \text{ if } y_i^* \leq 0$$

$$y_i = y_i^* \text{ if } 0 < y_i^* \leq 100$$

$$100 \text{ if } 100 < y_i^*$$

1)式の対数尤度関数は下限を low, 上限を up と表記し,

$$\frac{(up - a - bx_i)}{\sigma_i} \text{ を } U_i, \frac{(low - a - bx_i)}{\sigma_i} \text{ を } L_i$$

と定義すると

$$\text{Log}L = \sum_{y_i^* > up} [\text{Log}\Phi(-U_i)] + \sum_{y_i^* > low} [\text{Log}\Phi(-L_i)]$$

$$+ \sum_{low < y_i^* \leq up} \text{Log} \left[\Phi \left(\frac{1}{\sigma_i} \phi \left(\frac{-(y_i^* - a - bx_i)}{\sigma_i} \right) \right) \right] \quad 2)$$

で得ることができる。ここで Φ は標準正規累

積分分布関数, ϕ は正規密度関数。

保有確率は次による。

$$P(\text{low} < y_i^* \leq \text{up}) = \Phi(U_i) - \Phi(L_i) \quad 3)$$

下限と上限の間に y_i^* があるという y_i が観察されるケースの期待値は次の4)式で得ることができる¹⁴⁾。

$$E[y_i | a + bx_i, \text{low} < y_i^* \leq \text{up}] = a + bx_i + \sigma_i \frac{\phi(L_i) - \phi(U_i)}{\Phi(U_i) - \Phi(L_i)} \quad 4)$$

全サンプルの期待値は次の5)式による。

$$\begin{aligned} E[y_i^* | a + bx_i] &= \text{low} \times \Phi(L_i) + \text{up} \times \Phi(U_i) \\ &+ [\Phi(U_i) - \Phi(L_i)] \times E[y_i | a + bx_i, \text{low} < y_i^* \leq \text{up}] \\ &= \text{low} \times \Phi(L_i) + \text{up} \times (1 - \Phi(U_i)) + [\Phi(U_i) - \Phi(L_i)] \times (a + bx_i) \\ &+ \sigma_i [\phi(L_i) - \phi(U_i)] \quad 5) \end{aligned}$$

右辺第一項はこの場合0となる。上限の制約がない通常のトービット・モデルに比べて、期待値の計算はいささか煩雑である (Greene [1998])。

限界効果は以下による (Greene [1999], [2003] pp.765)。微分可能な連続変数の場合は、

$$\frac{\partial E[y | a + bx_i]}{\partial x} = b[\Phi(U_i) - \Phi(L_i)] \quad 6)$$

による。ダミー変数 (z_i とする) の限界効果は次による。 z の係数を c とする。 $z = 1$ のケースの $(\text{up} - (a + bx_i + c)) / \sigma_i$ を $d1U_i$, $(\text{low} - (a + bx_i + c)) / \sigma_i$ を $d1L_i$, $z = 0$ のケースの $(\text{up} - (a + bx_i)) / \sigma_i$ を $d0U_i$, $(\text{low} - (a + bx_i)) / \sigma_i$ を $d0L_i$ とそれぞれ表記する。

ダミー変数の限界効果は $E[y | z_i = 1]$ と $E[y | z_i = 0]$

$$E[y | z_i = 1] = \Phi(d1L_i) \times \text{low} + (1 - \Phi(d1U_i)) \times \text{up} + (\Phi(d1U_i) - \Phi(d1L_i)) [(a + bx_i + c) \sigma_i$$

$$\frac{\phi(d1L_i) - \phi(d1U_i)}{\Phi(d1U_i) - \Phi(d1L_i)} \quad 7)$$

$$E[y | z_i = 0] = \Phi(d0L_i) \times \text{low} + (1 - \Phi(d0U_i)) \times \text{up} + (\Phi(d0U_i) - \Phi(d0L_i)) [(a + bx_i) \sigma_i$$

$$\frac{\phi(d1L_i) - \phi(d1U_i)}{\Phi(d1U_i) - \Phi(d1L_i)} \quad 8)$$

をまず求める。これより

$$\text{ダミー変数の限界効果} = E[y | z_i = 1] - E[y | z_i = 0] \quad 9)$$

を得ることができる。

期待値や限界効果を求める時さらに問題となるのは、どの組み合わせで評価するかである。説明変数にダミー変数を含むことが多いシェア関数などではこれにより結果も異なるし、その実際的な意味も異なる (Cameron and Trivedi [2005] pp.122-123)。

$$y_i^* = bx_i + c1z1_i + c2z2_i + u_i$$

を考える。 x は連続変数, $z1$ と $z2$ をダミー変数とする。たとえば

$$E[y_i^* | bx_i + c1z1_i + c2z2_i] / \partial x_i \quad 10)$$

は全サンプルの実際の値で限界効果を計算するものである。現実の動きをそのまま現すことになる。これを全サンプル周りでの限界効果 (期待値) といふことができる。

サンプルの平均値を \bar{x}_i , $\bar{z1}_i$, $\bar{z2}_i$ とする。サンプルの平均で評価すると

$$E[y_i^* | b\bar{x}_i + c1\bar{z1}_i + c2\bar{z2}_i] / \partial x_i | x_i \quad 11)$$

となる。これをサンプル平均での限界効果 (期待値) といふことがある。ダミー変数は実際には0または1の値しかとらないが、サンプル平均をとると実際にはあり得ない連続変数となる。特に $z1$ が1のとき $z2$ は必ず0となるようなケース (たとえば持ち家戸建て = 1であれば、必ず社宅・官舎 = 0となる) では、11)式は論理的にあり得ない計算を行うことになる。

たとえば持ち家戸建て=0.59, 社宅・官舎=0.03とする。あるいは持ち家戸建てを1と0のダミー変数として扱うが, 他のダミー変数である社宅・官舎についてはその平均0.03をとるなどである。パッケージ・ソフトで出される限界効果はこの11)式である。その解釈はかなり困難である。

政策的にある変数の効果をみるとき, たとえばその値を x_0 , $z_1=1$, $z_2=0$ とする。その限界効果は

$$E[y^*_i | bx_0 + c1] / \partial x_0 \quad 12)$$

で与えられる。12)式は, たとえば, 住まいが社宅・官舎ではなく持ち家戸建てであり, かつ消費月額が x_0 の場合の限界効果を求めるものである。期待値の計算も同様の考え方で行う。このように限界効果や期待値は10)式または12)式により求める必要がある。本稿のようにダミー変数の組み合わせでシェアがどのように変化するか注目するときは, 10)式または12)式によらざるを得ない。

2. シェア関数の定式化

投資信託+債券, 投資信託と債券の各シェアについて次のトービット・モデルの推計を行った。分析に当たっては等価消費月額が平均+4標準偏差を超える1サンプルを除いた。最終的に推計に利用したサンプル数は3,103である¹⁵⁾。

シェア_i=定数項+a1 等価月額消費額_i+a2 非就業ダミー_i+a3 遺産受取経験ダミー_i+a4 持ち家戸建てダミー_i+a5 マンションダミー_i+a5 社宅・官舎ダミー_i+誤差項_i 13)

等価月額消費額はその家計の生活水準や恒常所得の高さを表すものである。生活水準の高さや恒常所得の多さがミドル・リスク, ミドル・リターンの金融商品に対する需要を促進するな

らば, それに係るa1の符号は正となることが期待される。世帯主が非就業というケースには引退世帯と失業世帯がある。本定式化では生活水準をその年の所得ではなく恒常所得を反映した等価月間消費額で代理させている。そのため非就業ダミーは単なるその年の就業状態だけではなく, 過去の就業歴や今後の就業見通しを踏まえた上での現在非就業の効果をみることになる¹⁶⁾。引退した悠々自適家計の効果を示すならばa2の符号は正, 失業家計の窮迫した状況を示すならばa2の符号は負となるであろう。遺産を受け取った家計(受取予定のある家計を含む。以下同じ)と遺産を受け取らない家計では, 資産蓄積に相当な差があるであろう¹⁷⁾。端的な例を上げると地方から上京し自力で住居を所有している家計と親代々の住居を相続している家計の差である。蓄積の差がミドル・リスク, ミドル・リターンの金融商品に対する選好の違いをもたらすとすれば, a3の符号は正となることが期待される。

持ち家戸建てと持ち家マンションは実物面での資産保有を表す。これらに係るa4, a5の符号も正となることが予想される。社宅・官舎の居住はFRINGE・ベネフィットを勤務先から享受していることを意味している。それが実質的な消費のサポートと考えられるならば, これに係るa6の係数は正となるであろう。逆に社宅や官舎居住が, 実物資産(土地住宅)を所有できないほどの資産蓄積の乏しさを意味するならば, a6の符号は負となるであろう。

本稿の推計では金融資産や年収を説明変数に用いていない。その理由は①金融資産と年収の間でかなり深刻な多重共線関係が存在すること¹⁸⁾, ②金融資産と住居所有形態の間にも多重共線関係がうかがわれること, ③ライフサイク

図表8 シェア関数の推計結果

変数	投資信託・債券シェア				投資信託シェア				債券シェア			
	係数	t 値	p 値	限界効果	係数	t 値	p 値	限界効果	係数	t 値	p 値	限界効果
定数項	-91.876	-15.517	0.000		-83.790	-14.105	0.000		-104.59	-11.563	0.000	
等価消費月額	1.244	7.122	0.000	0.137	1.122	6.768	0.000	0.094	0.97	4.678	0.000	0.050
非就業ダミー	15.492	5.681	0.000	1.256	9.871	3.784	0.000	0.649	17.56	5.210	0.000	0.591
遺産受取ダミー	11.507	4.444	0.000	1.008	7.973	3.226	0.001	0.545	14.07	4.363	0.000	0.513
持ち家ダミー	15.287	4.765	0.000	1.244	11.611	3.808	0.000	0.732	16.46	3.814	0.000	0.568
マンションダミー	18.180	3.469	0.001	1.399	15.042	3.064	0.002	0.875	19.51	2.929	0.003	0.628
社宅官舎ダミー	23.649	3.156	0.002	1.639	22.686	3.338	0.001	1.105	6.47	0.510	0.610	0.283
σ	40.485	21.872	0.000		35.588	19.039	0.000		38.89	14.498	0.000	

対数尤度 -2398.676

-1862.531

-1191.413

AIC 1.551

1.206

0.773

N 3103

保有サンプル 347

266

160

ル仮説では、長期的にみた場合に金融資産や年収は等価月間消費額に反映されると考えられること、による。

3. シェア関数の推計結果

推計結果は図表8に示す通りである。

(1) 投資信託+債券シェア関数の推計結果

投資信託+債券シェア関数の説明変数の係数はいずれも1%水準で有意に正である。6)式と10)式とにより全サンプル周りでの限界効果をみると等価消費月額は0.137である。等価消費月額が1万円増えると全サンプルの周りで投資信託・債券シェアは0.137%ポイント増加することが分かる。これにより等価消費月額で代理させた生活水準あるいは恒常所得が高いほど投資信託・債券シェアは上昇することが裏付けられる。

9)式と10)式により計算された非就業ダミーの限界効果は1.256である。これから本推計での世帯主非就業ダミーは悠々自適家計の効果をとらえたことが分かる。世帯主が非就業の場合は世帯主就業のケースと比べて、投資信託・債

券シェアは1.256%ポイント高い。全サンプルの平均投資信託・債券シェアは2.270%であるから、非就業層と就業層の間では、投資信託・債券の保有やシェアに大きな格差があると言える。遺産受取ダミーの限界効果も1.008である。遺産受取経験・予定世帯は遺産を受け取っていない世帯に比べて、シェアは1.008%ポイント高いことがうかがわれる。この差は遺産受取世帯における相対的な蓄積の多さを反映しているように。

3パターン取り上げた住居所有形態ダミーの限界効果は1.244~1.639とかなり高い水準である。中でも社宅・官舎ダミーの限界効果が1.639と特に高いのは、社宅・官舎がフリンジ・ベネフィットとして生活水準のかさ上げにつながっていることを示唆している。その限界効果の高さは、後述する社宅・官舎居住家計の投資信託に対する選好の強さを反映している。

本推計結果から言えることは

①生活水準や恒常所得が高い家計ほど、②悠々自適の家計(非就業世帯)ほど、③遺産受取家計ほど、④持ち家や社宅・官舎の家計ほど、投資信託・債券のシェアが高い、というこ

とである。端的に言えば富裕な生活水準の高い悠々自適家計で投資信託・債券はより選好されている。

(2) 投資信託シェア、債券シェアの推計結果

投資信託シェア関数の説明変数の係数についても、いずれも1%水準で有意に正である。等価消費月額額の限界効果は0.094である。等価消費月額1万円の増加は投資信託シェアを0.094%ポイント上昇させている。世帯主非就業ダミーの限界効果は0.649である。遺産受取の限界効果は0.545である。このことから非就業かつ遺産受取という家計では投資信託シェアが、そうでは無い家計に比べて、約1.2%ポイント高くなる事が分かる。住居所有形態ダミーの限界効果は0.732~1.105である。社宅・官舎ダミーの限界効果が1.105ということは、投資信託シェアの平均が1.383%であることを考えると、社宅・官舎居住家計における投資信託に対する選好のかなりの強さを示すものといえよう。

債券シェア関数の推計結果で特徴的なことは、社宅・官舎ダミーの係数が符号は正であるものの統計的には全く有意ではないということである。このグループは投資信託に関する選好は強いが、ゼロ金利下での長期固定金利投資(fixed income investment)は避けている可能性がある。他の説明変数に係る係数はすべて1%水準で有意に正である。債券については社宅・官舎ダミーの係数が統計的に有意ではないことから、①等価消費月額のみた生活水準・恒常所得、②悠々自適家計、③遺産受取家計、④持ち家のみた実物資産、の効果は投資信託よりも明瞭である。

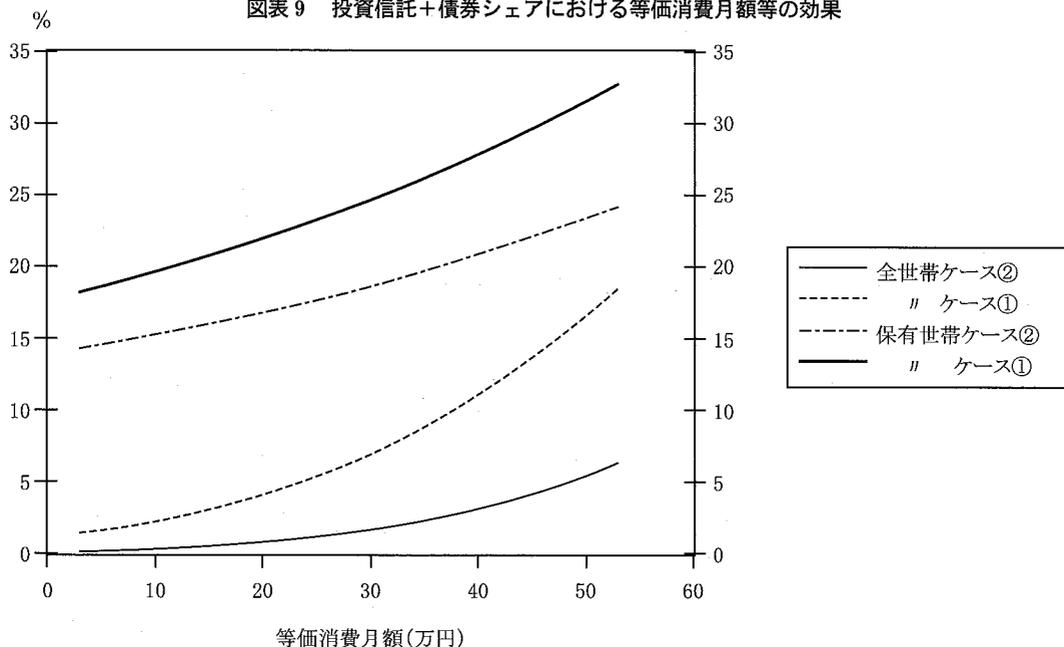
(3) 等価消費月額等の効果

投資信託+債権シェアについて、①世帯主非就業、遺産受取経験無し、持ち家戸建て居住(以下「ケース①」という)、②世帯主就業、遺産受取経験無し、賃貸住宅等に居住(持ち家でも、マンションでも、社宅・官舎居住でもないケース。以下「ケース②」という)、という二つの場合に分けて、等価月額消費額を3万円から53万まで1,000円刻みで変化させて、4)式と5)式、12)式によりシェアに与える効果を分析した(図表9参照)。

投資信託や債券を全く保有しない家計を含む全サンプルのケースでは、ケース②では等価消費月額が3万円という最低水準から16万4千円という平均水準まで上昇しても、シェアは0.211%から0.630%へ約0.4%ポイント増加するにすぎない。等価消費月額35万円という最上位水準でもシェアは2.300%と1.670%ポイントの上昇にとどまる。ケース①では、シェアはそれぞれの等価消費月額水準で1.430%、3.338%、8.850%となる。ケース①とケース②の差である1.119%、2.370%、5.850%が、それぞれの等価消費月額水準における世帯主就業の有無と住居所有形態の違いが投資信託+債券シェアに与える効果である。

ケース①で等価消費月額が平均の16万4千円から最上位の35万円に上昇したときの効果は5.512%ポイントである。シェアに与える世帯主就業・住居所有形態と等価消費月額の二つの効果は、図表9から明らかのように月額消費水準が高くなるほど大きいという逓増型である。ミドル・リスク、ミドル・リターン金融商品に対する需要が富裕層でより一層大きくなるということを改めて裏付けている。計量的には全サンプルの期待値を計算する5)式の非線形の影

図表9 投資信託+債券シェアにおける等価消費月額等の効果



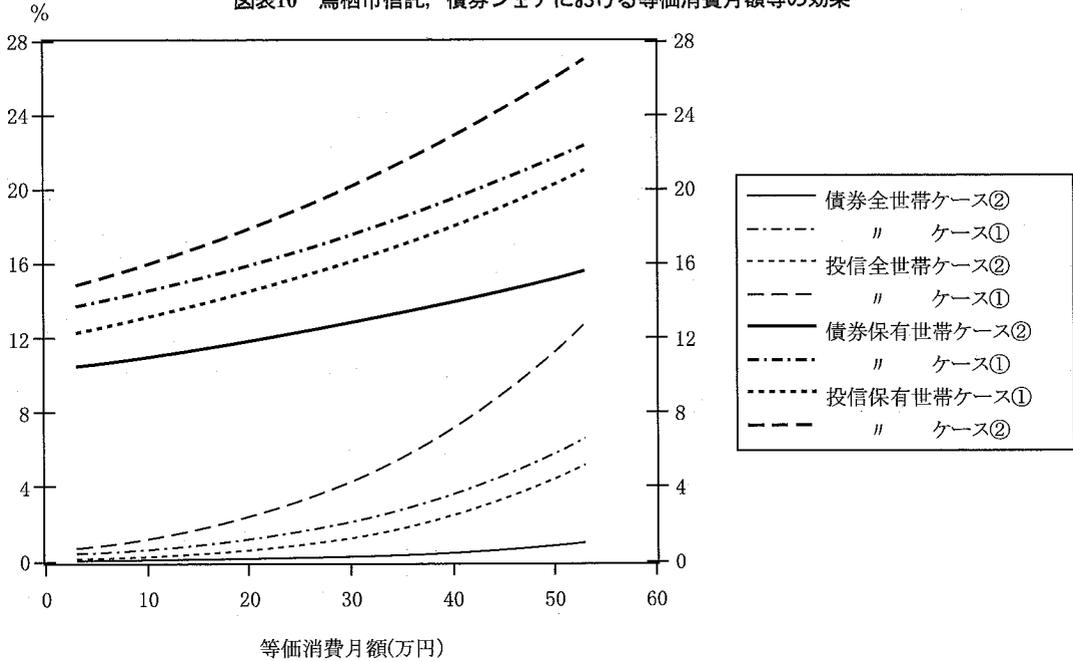
響の強さを、この結果は同時に示している。言い換えれば全サンプルの周りでの限界効果を見るだけでは、シェアの変動を十分把握するには困難な側面があり、シェア変動をよく理解するためには一定の条件において政策変数を変化させるシミュレーションが必要であることを示す例となっている。

投資信託または債券の少なくとも一方を保有するサンプルについて同様に①と②のケースについて試算した。保有サンプルに限定した場合にはケース①もケース②も投資信託+債券シェアはかなり高い。ケース①では、等価消費月額3万円では18.216%、16万4千円で21.075%、35万円では26.218%にまで上昇している。ケース②では各々14.315%、16.238%、19.688%である。このことは家計全体では投資信託+債券のシェアはかなり低いが、ひとたび家計がこれらの商品を購入するとそのシェアはかなり高くなることを示唆している。

家計全体ではシェアはかなり低いが、ひとたび商品を購入するとそのシェアはかなり高くなるということは、投資信託と債券を個別にみた場合もあてはまることである(図表10参照)。たとえば投資信託についてみると全サンプルのケース①では、等価消費月額3万円では0.723% (ケース②0.146%)、16万4千円で1.862% (同0.462%)、35万円では5.551% (同1.796%)にとどまる。対象を投資信託保有世帯に限定すると各々の等価消費月額水準でケース①14.807% (ケース②12.291%)、17.118% (同13.967%)、21.375% (同17.012%)となる。等価消費月額16万4千円の水準では両者の開きはケース①で約15.3%ポイント(ケース②で約13.5%ポイント)と隔絶している。

債券でも等価消費月額16万4千円の水準で全サンプルのケース①の0.963% (ケース②の0.073%)と微々たる水準であるが、保有世帯に限定すると15.418% (11.514%)とかなりの

図表10 鳥栖市信託，債券シェアにおける等価消費月額等の効果



ウェイトを占めることになる。両者の乖離はケース①で約14.5%ポイント（ケース②で約11.4%ポイント）である。

以上の推計結果と簡単なシミュレーションは次のことを示唆していよう。

- ① 全世帯ベースでは、投資信託や債券の保有確率や期待シェアはかなり低い。
- ② 投資信託や債券を保有する家計に限定すると、投資信託+債券のシェア期待値は、等価消費月額16万4千円という平均・中位層でも、21.075%（世帯主非就業で持ち家戸建てでのグループ）～16.238%（世帯主就業で賃貸等に居住というグループ）とかなり高い。
- ③ 投資信託や債券は主に富裕層が投資主体となっている金融商品であるが、現在保有世帯に限定するとシェアは既に相当高い。これらの家計で今後投資信託、債券のシェアが大きく伸びることを期待するのは無理であろう。

④ 全サンプルでのシェアの著しい低さと保有世帯の高水準のシェアの大きな格差を考慮すれば、ミドル・リスク、ミドル・リターン金融商品普及には、現在投資信託や債券を保有しない等価消費月額が中位・平均以上の悠々自適の階層を新規に開拓することが鍵となる。

VI. 結びにかえて

家計の投資信託や債券の保有は収益率に影響される。ゼロ金利下の現状では長期固定金利投資である国債や事業債は、家計にとって魅力が欠けている。途中売買をほとんどしない家計であっても、金利反転による債券価格下落の可能性を考慮すれば、現段階における債券投資は機会費用が大きいためであろう。株式投資信託を中心とする投資信託は、長期にわたる株価低迷脱出からの曙光が見えだしたことで、家計の関心を

徐々に引き出しつつある。調査対象、調査機関が異なるとはいえ2003年の投資信託購入意向3.73% (証券広報センター) から2004年の6.40% (郵政総合研究所) への上昇は、その傍証と言えるだろう。2004年の「家計と貯蓄に関する調査」により株式投資信託や債券の金融資産に占めるシェア関数の推計で、等価月額消費額の高い、持ち家で悠々自適の家計で急激にシェアが増加することをみた。そこから得られる予測は、現在は投資信託を保有しない等価消費月額が中位・平均以上の悠々自適の階層を新規に開拓することが、ミドル・リスク、ミドル・リターンの金融商品市場の拡大につながるということである。

しかしその際重要なことは投資信託を知らないあるいは元本割れのリスクを知らない家計が約45%もいるということである。銀行部門やその他金融機関により新規投資家の開拓が進むことがかなり期待される (図表6, 7参照)。それは投資信託の詳細についてあまり知らない家計を対象にすることでもある。バブル期やビッグバン以降、転換社債、ワラント債、抵当証券、変額保険など様々な金融商品が開発され、個人にも販売された。結果として多くのトラブルを生じ、家計・個人投資家の離反を招いたことは記憶に新しい。投資信託や債券は富裕層が主に保有している。近い将来でもこの傾向は急には変わらないであろう。富裕層を顧客とするプライベート・バンクも大手金融機関を中心に相次いで設立された。そこでは投資信託が有力な商品となりうる。プライベート・バンクに関しては違法行為により外資系大手が撤退したということも直近の事実である。くどいまでに投資信託の商品性を説明して投資適合性を十分に確保することが、長期的にみて家計を投資信託

市場に引きつけることになるであろう。

家計がミドル・リスクをとるに足りるだけの収益率と投資適合性の確保が、何にもまして市場に期待される。

注

- 1) 金融広報中央委員会「家計の金融資産に関する世論調査」(2005年7月)によれば今後1~2年間で増やしたい(保有を始めたい)商品は、公共債5.9%、社債など0.6%、株式10.2%、株式投信3.3%、公社債投信1.5%である。
- 2) 利回りは『東洋経済統計年報』10年物利付き国債応募者利回り年末、または年末直近値による。
- 3) 1984~88年の「貯蓄動向調査」の個票データをプールした分析で松浦・橋木[1991]90頁は債券保有関数で債券金利(国債と長信銀の預債券金利の加重平均)の係数が0.134で、1%水準で有意であることを報告している。
- 4) 1980~2001年の「貯蓄動向調査」の地域別集計データのパネル分析で(株式+株式投信)のシェアでリスクプレミアム係数は0.0029、TOPIX平均の係数が0.0002でいずれも1%水準で有意であることを松浦・白石[2004]196頁を報告している。
- 5) 国際関係では、国際株式型9,785、国際債券型12,289、国際ハイブリッド型10,799である。
- 6) 2004年「家計と貯蓄に関する調査」については郵政総合研究所「家計と資産選択に関する調査報告書」(2005)を参照。
- 7) ただし質問項目によっては無回答のものもあるので、分析対象によって若干サンプル数が異なる。
- 8) 「家計と貯蓄に関する調査」とほぼ同時期に行われた2004年10月の「株式投資に関する特別世論調査」(内閣府)では、保有比率は株式13.5%、投資信託6.6%、国債・地方債4.8%、金融債1.5%、事業債0.8%である。
- 9) 金融資産額2,500万円以上の世帯は全世帯の13.43%である。
- 10) 金融資産額300万円未満の世帯は全世帯の28.77%である。
- 11) 等価消費月額16万円以上の世帯は全世帯の46.52%である。
- 12) 投資信託を知らないとして現在保有(2世帯)、購入経験無しとして現在保有(8世帯)と回答した世帯がある。回答矛盾の可能性はあるが、同時に内容を承知しないまま投資信託を購入した可能性も否定できない。
- 13) 購入意向は証券広報センターの2003年調査の3.73%をかなり上回っている。
- 14) $\Phi(+\infty)=1$, $\Phi(-\infty)=0$, $\phi(+\infty)=\phi(-\infty)=0$ である。これを利用すると下限が0、上限が $+\infty$ という通常のトービット・モデルのケースでは3)式は $\Phi((a+bx_i)/\sigma_i)$ となる。4)式は $a+bx_i+\sigma_i \frac{\phi((a+bx_i)/\sigma_i)}{\Phi((a+bx_i)/\sigma_i)}$ となる。5)式は $\Phi((a+bx_i)/\sigma_i)(a+bx_i)+\sigma_i\phi((a+bx_i)/\sigma_i)$ となる。
- 15) 記述統計の平均と標準偏差は次のとおりである。

- 投資信託+債券シェア2.2703% (8.939), 投資信託シェア1.3832% (6.6345), 債券シェア0.8870% (5.2649), 等価月額消費額16.6392万円 (6.53982), 非就業ダミー0.2494 (0.4328), 遺産受取ダミー0.3023 (0.4593), 持ち家戸建てダミー0.5923 (0.4915), マンションダミー0.0654 (0.2473), 社宅・官舎ダミー0.0267 (0.1614)
- 16) 年齢を説明変数に加えた推計も行ったが, 統計的に全く有意ではなかった。
- 17) 遺産受取世帯と遺産受取無し世帯の純金融資産格差については松浦 [2006] 参照。
- 18) 金融資産と年収を同時に説明変数に加えた推計も行ったが, 金融資産の係数は有意に正, 年収の係数は有意に負となった。いずれか一方のみを説明変数として取り上げた推計では, それらの係数は有意に正であった。

参考文献

日本証券経済研究所 [2003], 『証券市場改革の現状と課題』

松浦克己・橋木俊詔 [1991], 「家計の資産選択と公的金融」, 松浦克己・橋木俊詔編著『金融機能の経済分析』東洋経済新報社所収

投資信託・債券投資家層の現状と拡大の可能性

松浦克己・白石小百合 [2004], 『資産選択と日本経済—家計からの視点』東洋経済新報社

松浦克己 [2006], 「遺産, 年金, 出産・子育てが生む格差—純金融資産を例に」白波瀬佐和子編『変化の中の格差』所収

Cameron, C and P. Trivedi [2005], *Microeconomics: Methods and Applications*, Cambridge University

Greene, W [1998], "Gender Economic Courses in Liberal Arts Colleges: Further Results," *Journal of Economic Education*, Vol29, pp.291-300

Greene, W [1999], "Marginal Effects in the Censored Regression Models," *Economics Letters*, Vol64, pp.43-50.

Greene, W [2003], *Econometric Analysis*, 5th, Prntice Hall

(広島大学大学院社会科学部教授)