

巻頭言

政井 貴子 | SBI 金融経済研究所 理事長



政井 貴子

SBI 金融経済研究所 理事長
1965 年生まれ。トロント・ドミニオン銀行、クレディ・アグリコル銀行、新生銀行などに金融市場関連業務を推進し、新生銀行初の女性執行役員に就任、日本銀行審議委員に任命される。21 年退任後、ブラックロック・ジャパン株式会社社外取締役などを兼職。

我々日本人は、金融リテラシーが高くないリスク回避的な国民性か？
筆者は「そんなことはない」と感じている。

当研究所のアンケート調査で、次世代金融商品への消極的な投資スタンスが判明

これまでの様々な調査から、日本の家計における金融資産の構成は、現預金が5割を超える水準を占め、株式、投資信託等のリスク性金融資産の割合は1割程度にとどまるなど、欧米諸国に比べてリスク回避的な慎重な投資姿勢が強いことが知られている。こうした中、当研究所が、昨年8～9月に日本および米国・英国・ドイツ・中国・韓国の6か国（合計2万人）を対象に行った独自調査「次世代金融に関する一般消費者の関心や利用度に関するアンケート調査」^(*)によると、いわゆるデジタルスペースにおける投資姿勢も同様に、我が国では極めて慎重であることがわかった。

例えば、暗号資産に対する投資経験率を見ると、日本は9.3%と調査を行った6か国の中で最も低い結果となった（他国は2割～3割）。これは、暗号資産の認知度が他国に比べて高くない（14.1%＜他国は2～3割超＞）等裾野が広がっていないことが要因の一つであるが、「詳しく知っている人」における投資経験の比率が低い（6割程度＜他国はドイツ以外約8割＞）ことも影響していると考えられる。この背景を探るために「詳しく知っている人」の投資スタンスをみると、「利益や値上がりの期待がある」との意見（13.4%）に比べ、「損失が生じることへの不安がある」との意見（19.4%）の方が優勢であることが分析から明らかになっており、こうした傾向が投資姿勢の慎重さにも反映されていると推測できる。さらに、暗号資産に限らず次世代金融に対する認知度は総じて低く、興味を持つ人も少ないとの結果も確認された。

もっとも、いわゆる伝統的な証券投資に関して日本証券業協会が長らく行っている「証券投資に関する全国調査（個人調査）」をみても、日経平均が2万円台を回復するなど市場が好転しているもとでも、預貯金に対する強い選好に大きな変化は見られず、また証券投資への関心も高まっているとはいええないことから、こうした損失不安をより強く感じる傾向は、何も次世代金融に限ったことではないことが窺える。

我が国に特徴的な資産選択行動の背景

このような我が国のリスク回避的な家計の資産選択メカニズムは、どのような背景で起こっているのかについては、長年様々な解明努力がなされてきた。例えば、1990年代以降の家計のリスク資産に対する消極的な姿勢については、バブル崩壊という痛みに加え、長期にわたる株式市場の低迷、所得環境の悪化による予備的な貯蓄動機の高まりなどの影響が指摘されてきた。構造的要因も色々と挙げられている。例えば、我が国特有の住宅ローン負担がもたらす家計の流動性制約が株式保有等を抑制するとか、安全資産指向を高める効果があったとされる税制、年金制度といった制度要因も無視できないとの研究もある。また金融リテラシーが高い家計はリスク資産の保有水準も高い傾向があることが知られているが、我が国の金融リテラシーは他の先進国に比べて相対的に低く、まずは、こうした金融リテラシーをいかに高めていくかを考えていくことも課題であろう。

昨年末にまとめられた政府の「資産所得倍増プラン」の基本的な考え方の中でも認識されているが、戦後、企業が銀行などの金融機関からの借り入れで調達する間接金融システムの土台を構築する過程で、家計において預貯金等安全資産を蓄積するインセンティブが高められた結果、1970年代頃には、リスク資産の割合が1～2割程度と現在と変わらない水準まで低下し定着していった。これが家計の資産選択におけるヒステリシス（履歴効果）となり、長期的に影響を及ぼす結果となった可能性も1990年代後半には提起されている。

こうした状況を受けて家計のポートフォリオバランスを企図した政策が、1997年に橋本内閣が提唱した金融制度改革「日本版金融ビッグバン」として始まり、小泉内閣がまとめた2001年の骨太の方針で「貯蓄から投資へ」とのスローガンが打ち出され、その後の継続的な取り組みにつながっていく。ただ、証券投資の期待収益率や経済成長期待そのものが様々な要因で高まり難い状況が続くなかで、日本人の資産配分にかかるマインドは結局大きく変化することなく推移し、はっきりとした「貯蓄から投資へ」という流れにはならなかった。この10年に限って言えば株価は3倍に上昇したのにも関わらず、家計の金融資産におけるリスク資産の比率はほとんど変わらず、ヒステリシスによる適合的期待形成は下方バイアスがあるようにすら見えることから、「元来日本人はリスク回避的なのだ」という見方が強まるのも致し方ないように感じる。

我々日本人は、金融知識への興味も高くないリスクテイクに消極的な国民性か？

リスクテイクに消極的なのは、本当に日本人にもとから備わる傾向といえるのであろうか。まず、戦前戦後を含む超長期にわたる民間ベースの金融資産保有内訳の推移を眺めると、戦前は、いわゆる預金と株式の保有比率には大きな差はなかった。それが、戦中戦後を経て徐々に預金保有率が過半を超える水準に引き上げられて固定化されていった。前述の通り、その時代における政府の政策の影響が大きいことが窺える。だが、逆説的にいえば、政策によるゲームチェンジは簡単ではないが不可能ではないことを予感させる。

そもそも、日本人は、古来より決して数字に弱いわけでもなかったし、金融に関

するリテラシーが低かったわけでもないと感じさせる歴史がある。例えば、江戸時代の寺子屋は、幕末には1万5千を数えたといわれているが、そこでは、学びにやってくる子供たち一人一人に合ったカリキュラムによる個別教育が施されており、商人の子供には商人に必要な教育が行われていたという。この寺子屋では、稚六芸（おさなりくげい）と言われる六つの教科があったが、その中には、「数」（算数）があった。そして算術の書としては、吉田光由による塵劫記（じんこうき）があるが、その内容は、九九の掛け算に始まり、米の売買、利息計算、土地の面積計算など多岐にわたり、商売に必要な知識が得られるように編纂されていることから、江戸時代を通じてのベストセラーだったという。ちなみに、九九は、奈良時代には既に中国から日本に伝わっており、万葉集にも垣間見ることができるものであるが、当時は貴族など一部の知識階級のみが知る教養だった。それが、貨幣経済の発達に伴い、九九といった算数の素養は、階級にかかわらず、生きていくための必須の知識となっていったと考えられている。こうして、江戸時代には、寺子屋といった教育機関を通じて、人々の教養となり、いわゆる金融リテラシーの向上の一助となっていたと考えられる。こうした金融リテラシーが江戸時代の人々に備わっていたからこそ、両替商の商いも高度化していくことができたのではないだろうか。様々な金融技術も需要があってはじめて発達するものだ。

銀行という制度や金融技術は、明治時代に入って、西洋から輸入しただけと思いがちだが、幕末の両替商では、既にバランスシートを使った信用創造が行われていたのに加え、中央銀行という制度はまだ存在していなかったものの、最後の貸手的な機能も既に備わっていたという。ちなみに、明治時代初期、英国の金融業務を学ぼうと日本語への翻訳を試みた際、およそ対応する訳語が見つからなくて困るということにはなかったそうだ。それほど、鎖国という状況にあっても日本国内で金融技術は発達していた。歴史を振り返ってみると、「リスク回避的傾向が強いのは日本人のDNAなのだ」とまで悲観する必要はないのではないかと。非常に粘着性の高いヒステリシスの由縁なのだ、と信じていたい。



出典：「稚六芸の内書数」歌川国貞画
(東京都立中央図書館)

それを示すわずかであるが、前向きな変化の兆しも見られる。日本銀行が発表する資金循環表が示す家計の金融資産残高を見ると、これまで売越しが続いていた株式や投資信託が、2022年入り後、買い越しに転じている。相応の幅を持ってみないと判断を誤る可能性があるが、様々な政策と相まって、2013年以降の株高傾向、脱デフレ傾向が続くもとで、ようやく変化の兆しが現れ始めたのかもしれない、と感じている。

制度面における変化

制度面でも改めて、変化が起ころうとしている。政府は、資産所得倍增プランを昨年末にまとめた。その中では、デジタル技

術を活用するなどして、NISA（少額投資非課税制度）を簡単に利用できるようにし、投資未経験者にも取り組みやすい環境を整えていくことも掲げられている。具体的には、5年間で、NISA 買付額を現在の 28 兆円から 56 兆円へと倍増させるとしているが、この目標額は、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の国内株式保有残高に匹敵する規模である。

ここまでの利用状況から、NISA が中間層を含めた幅広い層の資産形成の一助となって機能していることが確認できている上、米国では、NISA や iDeCo（個人型確定拠出年金）の概念に近い雇用者年金への加入が、投資経験の入口機能を果たしているとされていることから、今回の施策は、長期的に見て効果が期待できよう。また、合わせて金融教育の拡充や顧客本位の業務運営の確保についても方針が策定された。主に中間層の運用資産拡大を中心に据えた上で、我が国の市場そのものの拡大を狙う政策ともいえよう。ちなみに、日米の家計金融資産の伸びの違いが指摘されているものの、米国では、実は、富裕層（所得最上位層）に、家計部門が保有する金融資産の 70% が集中しているという望ましくない偏在が確認されており、一概に我が国が目指すべき姿とは言い難い。この点、今回の政策は、中間層の拡大を狙ったものとなっており評価できる。

加えて、改めて日本が国際金融ハブとしての役割を担う意欲も表明しているが、こうした施策を起爆剤に国際金融ハブとしての役割を着実に果たしていければ、日本の経済成長に一層寄与していくことも可能になっていく。繰り返しになるが、実際に需要があって初めて金融技術は進歩していく。こうした施策を通じて需要を掘り起こし、デジタルアセット分野も含め金融技術が発展していく元年となることを期待したい。

（※）「次世代金融に関する一般消費者の関心や利用度に関するアンケート調査」

（SBI 金融経済研究所 2022 年 12 月 27 日）

URL: https://sbiferi.co.jp/report/20221227_2.html



出典：「塵劫記」文部科学省ホームページ

(<https://www.nier.go.jp/library/rarebooks/oraimono/KI419-2/>)