

執筆日 2007年9月13日

国際通貨研究所

経済調査部長 竹中 正治

「ジャパン・マネーは臆病」、本当の理由
米国のリスクマネーの背後にある超格差社会

ジャパン・マネー、臆病は損か:掲載タイトル

【日系金融機関と投資家は「慎重なお客様」？】

サブプライム危機をめぐる議論の中で、日本の投資家と金融機関の損失が(おそらく)軽微であることに日本人は安堵している。しかし同時に、「ジャパン・マネーはやはり臆病、リスク回避型」であり、そのことはひとつの問題、日本的投資・金融モデルの限界ではないのかという気持ちを持たれている方も少なくないだろう。

NBonlineでも8月24日に「損失が少ないのは誇れるのか」のタイトルで、J・W・チェイ氏が、日系金融機関の損失が今回僅少だったのは、グローバルな証券化ビジネスの蚊帳の外にいたことの結果だと言っている。確かにサブプライム・住宅ローンの証券化ビジネスに関わって700億円余りの損失を計上した野村アメリカを除くと、日系金融機関はサブプライム・ローン資産を組み込んだ最上級格付け部分に投資するという証券化ビジネスの「慎重なお客様」に過ぎなかった。

しかし、米国でも商業銀行(部門)はリスク判断に元来保守的、慎重である。米国の年金や生命保険などの機関投資家も同様に保守的な投資家であり、リスク分散と長期投資による運用原則に忠実だ。米国の金融ビジネス・モデルの積極的なリスク・テイカーとしての機能は、金融機関としてはインベストメント・バンカー(部門)、投資家としてはヘッジファンド、エクイティーフンド、ベンチャー・キャピタル・ファンド(これらを総称して「ファンド類」と呼ぼう)によって担われている。

米国でもリスクに対する受容度が両者で大きく異なるのは、受け入れている資金の性質が異なるからである。言うまでもなく、商業銀行の資金は預金と自己資本であり、インベストメントバンクの資金は自己資本と市場調達債務である。年金や生命保険の資金は広範な大衆の積立金、保険掛け金である。年金、生命保険は長期的に市場全体と同じ程度のリターンを確保できれば普通は十分であり、ハイリスク・ハイリターンな投資にことさら傾斜する必然性がない。

一方、ファンド類の資金は、元来は少数の富裕個人層の出資金であり、富裕であるが故にリスク受容度が高く、ハイリスク・ハイリターンが期待される。近年は年金や生命保険の資金もヘッジファンドで一部運用されることが増えているようだが、あくまでも投資の多様化によるリスク分散の手段としてファンド類が利用されているにすぎない。

要するに金融機関、ファンド類を含む機関投資家の金融・投資行動は、最終的な資金の出し手である家計の投資選好とそれに基づいた投資商品の設計に依存しているのだ。そうすると、日本の金融機関、機関投資家が総じてリスク判断に保守的、リスク回避的であるのは、日本の家計の投資選好を反映した結果だと言えよう。

【「リスク回避は日本人の文化的特性」という俗説】

では、なぜ日本の家計は総じてリスク回避型なのだろうか？「それは日本人の文化的特性だ」と一般にイメージされている。あるいは「日本人は農耕民族であり、欧米人は狩猟民族。その違いから生じた文化的相違だ」という説明まで持ち出される。しかしこうした擬似社会学的説明は事実とそぐわない。16世紀、新大陸(北米)に移住した英国を含むヨーロッパ人の多くは農民であり、農耕民として新大陸を開拓し、農耕民としての文化を形成したのだ。また「カウボーイ」達は遊牧、放牧業である。狩猟を主としてやっていたのは、白人に駆逐されてしまったネイティブ・アメリカン(インディアン)の方だ。中世ヨーロッパでも人口のほとんどは農民であり、同時代の日本とその点で事情は同じである。

米国に比べた日本家計のリスク回避選好の強さを示す典型的な事例として、日本家計の金融資産全体に占める株式保有比率の低さがよく指摘される。総務省の家計調査によると、日本の家計の「株式+株式投資信託」の金融資産に占める比率は9.9%(2006年)に過ぎない。一方、米国の家計の金融資産に占める比率は株式だけで17.9%である(FRBサーベイ2004年)。集計のカテゴリーが日米で完全に同じではないが、米国家計の保有する投資ファンド類の内、3分の2が株式投資だと仮定すると、米国家計の「株式+株式投資ファンド」が金融資産に占める比率は27.9%に及ぶ。言うまでもなく、株式は銀行預金や国債に比較してハイリスク・ハイリターン投資であるから、日本の家計の投資ポートフォリオは米国に比較するとリスク回避選好が強い、つまり「臆病な投資家」だと言える。

【日米家計のリスク受容度の相違、本当の原因は富の分布格差】

しかし、この日米家計の相違は、リスクに対する文化的な相違などという実証不可能な観念論を持ち出すまでもなく説明できる。日米の家計を所得水準の低い方から高い方まで20%ずつ5分位にして見ると、所得水準の高い家計ほど金融資産の残高も当然大きい。同時に所得水準の一番高い家計の金融資産に占める株式保有比率は、所得水準の下位の家計に比較するとずっと高い。これは日米共通に見られる傾向である。所得も金融資産も大きい家計ほど、リスクに対する受容度が高いので、ハイリスクだが、長期で保有すれば銀行預金や確定利回り債券よりも投資リターンの高い株式保有比率が高くなるのは自然な結果である。

また、総務省の家計調査とFRBのサーベイに見る限り、家計の平均金融資産は日本が1714万円、米国が153,400ドル(1ドル=115円換算、1764万円)であり、大差がない。ところが日米で驚くほど大きな差があるのは、金融資産の分布格差である。図表が示す通り、米国ではなんと上位20%の所得層に金融資産の70%が集中している。一方、日本は家計調査に見る限り、遥かに格差が小さい分布をしており、所得上位20%が占める金融資産は全体の31%に過ぎない。

【米国の投資ビジネス・モデルを支える富裕層への富の一極集中】

その結果、米国で所得上位10%の家計は一家計当たり平均1065千ドル(約1億22百万円)の金融資産を保有するが、日本の同じく所得上位10%の家計の平均金融資産残高は31百万円に

止まる。これが何を意味するか、賢明な読者にはもうお察し頂けるだろう。米国では富裕層への富の集中が、富裕層の投資リスク受容度を高め、株式などハイリスク・ハイリターン資産への高い投資比率が成り立っているのだ。さらにこうした富裕層の資金は、ヘッジファンド、エクイティーファンドなど積極的(攻撃的な?)リスクテイクを行う投資ファンド類に出資され、米国型投資ビジネス・モデルを支えているのだ。

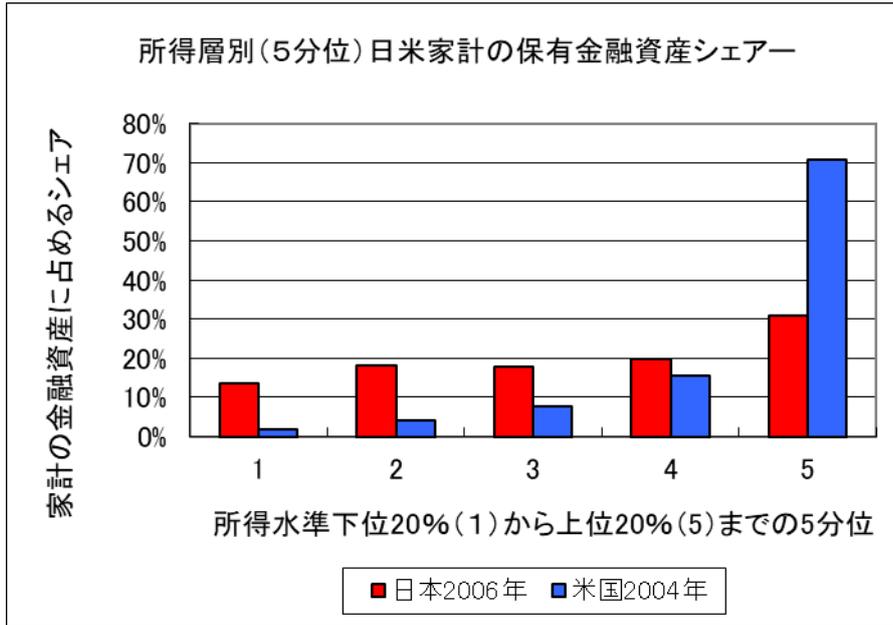
米国の金融資産の分布格差がそのまま日本でもあてはまると仮定すると、日本の家計の金融資産分布、とりわけ「株式+株式投資信託」の家計金融資産に占める比率がどの程度上昇するかを試算してみた。なんと同比率は9.9%から24.7%まで劇的に上昇する。これは先に示した米国の同比率27.9%とそれほど変わらない水準だ。要するに、米国と同じように投資ファンド類が興隆する金融・投資ビジネス・モデルが、もし日本でも望ましいと考えるならば、日本も米国のような超格差社会にすれば良いということになる。

【日本の投資ビジネスは小口個人投資家を大切にすべきなのだが】

勿論、そのような超格差社会を日本人の多くが望むはずもない。私も望まない。私は日本では投資ファンド類は成長しないと言っているのではない。日本でも新富裕層が生まれている。銀行に資金が集中し過ぎており、資本市場の規模が相対的に小さいことは日本の金融システムの弱点である。それを修正するために「貯蓄から投資へ」の流れは望ましいし、不可避でもある。

しかし日本の富の分布格差が大きく変わらない限り、日本型投資ビジネス・モデルは米国のそれと同じにはならないだろうと私は指摘しているのだ。日本型投資ビジネスは、米国のような超富裕層ではなく、より広範な小口、中口の個人投資家へのサービスと配慮を主軸に展開されるべきなのだ。しかしながら、例えば日本の投資信託ビジネスが個人投資家層の信頼を獲得する方向に向かっているかと言うと、以前NBonlineで投資信託の手数料とリターンのパラドックスについて指摘したように(6月25日「投資信託、本当に儲かっていますか」)、現状はまだ楽観できるような状況だとは言えない。

以上



データ: 日本、総務省家計調査、米国、FRBサーベイ