

# ライフサイクルで紐解く、 「貯蓄から資産形成へ」の推進策

金融調査部 坂口 純也／藤原 翼

## 要 約

本稿では、家計によるリスク性資産の保有について、高齢層・中年層・若年層と年齢層の違いに着目してその要因を分析した。まず、それぞれの年齢層に特徴的な資産形成上の論点は、①長生きリスクに備える運用が求められつつも認知機能の低下に注意が必要な高齢層、②純金融資産がプラスに転じ、相続によって金融資産を継承する中年層、③資産形成意欲が高く、デジタル・フレンドリーな若年層——と整理できた。

日本証券業協会「証券投資に関する全国調査（個人調査）」の匿名個票データを用いて、リスク性資産の保有要因を分析すると、①高齢層は証券会社に対するイメージや地域、②若・中年層は金融教育や税制優遇措置が大きな要因となっていた。

これらの分析結果は、資産形成を促進するうえで年齢層別の特性を踏まえて施策を行う必要性を示唆している。具体的には、高齢層に対しては金融ジェロントロジーの知見を活かすことによる顧客本位の業務運営の徹底が求められよう。また、若・中年層に対しては、税制優遇措置のより一層の周知や、証券投資に関する知識の学習機会を官民で作り上げることが望まれる。

## 目 次

- 1章 資産形成をめぐる潮流
  - 2章 年齢層別に見る資産形成を取り巻く環境
  - 3章 年齢層別証券投資の要因分析
  - 4章 年齢層別の特性を踏まえた資産形成推進のポイント
- まとめ

## 1章 資産形成をめぐる潮流

### 1. 「貯蓄から資産形成へ」の推進

「貯蓄から投資へ」という言葉が政府によりスローガンとして掲げられてから20年程が経つ。現在では「貯蓄から資産形成へ」と言葉を変えているが、今なお大きな課題と認識されている。

株式や投資信託といったリスク性資産の保有を伴う「貯蓄から資産形成へ」が求められる背景には、低金利環境の長期化や可処分所得の減少などが挙げられる。つまり、単なる預貯金による貯蓄では十分な資産形成が望みにくい環境になっていることがある。

より前向きには日本の家計がリスク性資産の保有によって金融資産残高を増加させることができれば、家計消費の増加とそれに伴う経済成長も期待できる。諸外国に比べて、現預金の比率が高い日本の家計のバランスシートでは新たなリスクテイクを行う余地はある。

「貯蓄から資産形成へ」を推進するにあたっては、個人がリスク性資産への投資を行うための環境整備が進められてきている(図表1)。最近では、2017年1月より、個人型確定拠出年金(iDeCo)の適用範囲が大幅に拡充され、20歳以上60歳未満の全国民年金保険加入者が対象となった。さらに、法改正により、2022年5月から対象年齢が65歳未満まで拡充されることも決まっている。また、2018年1月には、少額からの積み立てによる資産形成を支援するため、積立方式の少額投資非課税制度(つみたてNISA)が設定された。いずれも税優遇というインセンティブによって資産形成を行う家計の裾野を広げようとするものである。

税優遇以外でも国民が安定して資産形成を行う

ための環境整備が進んでいる。その一つが、「顧客本位の業務運営」に関する取り組みである。2017年3月に金融庁は「顧客本位の業務運営に関する原則」を公表し、同原則に沿うよう、顧客本位(フィデューシャリー)の営業・販売体制を整備することを金融機関に求めた。

以上のように、個人の資産形成を後押しする環境整備は着実に進んでいる。しかしながら、次節で確認するように、家計の「貯蓄から資産形成へ」の進展は鈍い。

### 2. 「貯蓄から資産形成へ」の進捗は？

資金循環統計により家計の金融資産残高に占めるリスク性資産(本稿ではリスク性資産を株式、投資信託と定義する)の比率を確認すると、2000年平均(約11.6%)から2019年平均(約13.9%)の約20年間でリスク性資産のシェアに大きな変化は見られない(図表2)。例えば2012年末以降にリスク性資産比率が上昇する場面もあったが、リスク性資産のフローの動向を確認すると、2012年以降は流出超の傾向にある。このことから、2012年以降のリスク性資産比率の上

図表1 金融資産形成に関する主なイベント

2014年1月	NISA(少額投資非課税制度)が開始
2016年1月	ジュニアNISAが開始(2023年末での新規口座開設の終了が決定済)
2017年1月	個人型確定拠出年金制度(iDeCo)の加入対象者拡大
2017年3月	「顧客本位の業務運営に関する原則」の公表
2018年1月	つみたてNISAが開始
2019年	老後資金2,000万円問題
2020年8月	「金融審議会 市場ワーキング・グループ 報告書—顧客本位の業務運営の進展に向けて—」の公表
2022年5月(予定)	個人型確定拠出年金(iDeCo)の加入対象年齢が65歳未満に拡大

(出所) 各種資料から大和総研作成

昇はアベノミクスのもとで資産価格が上昇したことによるもので、家計によって新たにリスク性資産の保有が進んだわけではないと整理される。さらに、有価証券を保有する個人の比率（以降、保有率とする）を日本証券業協会「証券投資に関する全国調査」（以降、日証協調査とする）で確認すると、2006年は18.3%、2018年では18.0%とほぼ横ばいの水準である。

以上のように、リスク性資産比率、保有率の両視点から、家計全体においては「貯蓄から資産形成へ」の動きが鈍いと評価されよう。

もっとも、「貯蓄から資産形成へ」に向けた芽が全く見られないという訳ではない。例えば、つみたてNISAやiDeCoといった税優遇制度の利用については普及度に一定の進展が見られる。つみたてNISAについては2019年6月末時点で147万口座だったのが、2020年6月末では244万口座と、1年で100万口座ほど増えた。つみたてNISAの利用者は、7割が20代から40代であり、資産形成層の利用が進んでい

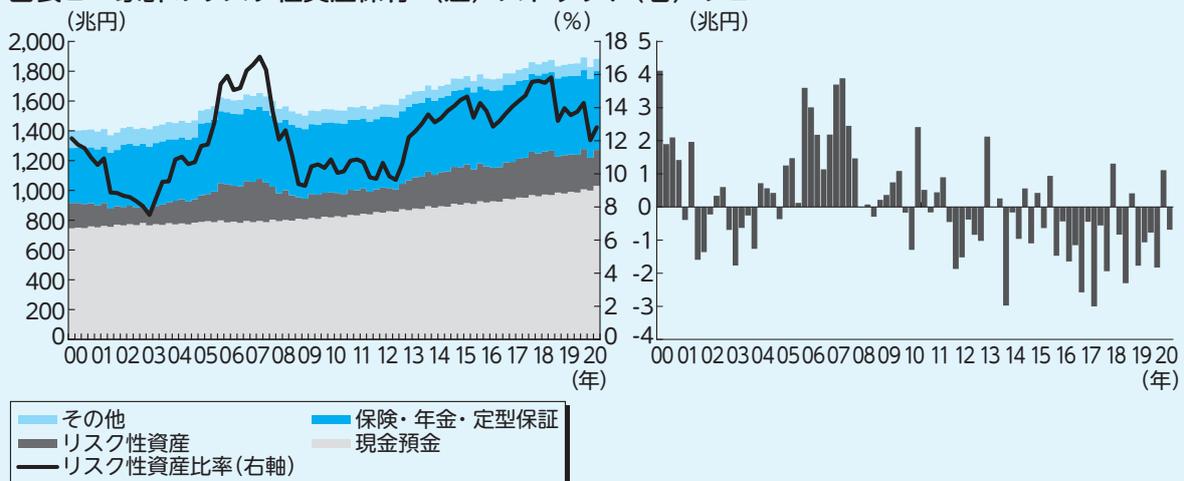
ることが分かる。iDeCoについては、加入対象者を拡大する直前の2016年12月末時点では加入者数が約31万人であったのに対し、2020年3月末時点では約156万人と、5倍ほどに拡大している。税制優遇制度の利用が拡大し、それによる成功体験が国民の間で広がることが期待される。

加えて、以降で分析するように、年齢層別に見ると若年層の間で資産形成への関心が高いことも見逃せない。例えば森・坂口（2020）によると、若年層は、他の年齢層に比べてリスク性資産を保有している割合は低い一方で、証券投資が必要と考えている割合は低くないとしている。

このように「貯蓄から資産形成へ」の進展は鈍いものの、焦点の当て方やアプローチの仕方次第で資産形成を浸透させる見込みはありそうだ。

本稿では「貯蓄から資産形成へ」の動きを推進するうえで、年齢層に着目して分析を進めていく。2章では家計の証券投資についての先行研究を概観したうえで、若年層・中年層・高齢層に分

図表2 家計のリスク性資産保有：(左) ストック、(右) フロー



(注1) リスク性資産は株式、投資信託を合計したもの  
 (注2) リスク性資産比率はリスク性資産/家計金融資産残高  
 (出所) 日本銀行「資金循環統計」から大和総研作成

けて年齢層別の資産形成にまつわる論点を整理する。3章では日本証券業協会のアンケート調査を用いて計量分析を行い、証券投資の要因の年齢層間での差異を明らかにする。4章では以上の分析から明らかになった結果を踏まえて、資産形成を推進するうえでのポイントを考察する。なお、以降では60歳以上を高年齢層、40代・50代を中年層、20代・30代を若年齢層と定義して議論を進める。

## 2章 年齢層別に見る資産形成を取り巻く環境

### 1. 家計の証券投資行動を規定する要因

そもそも家計が証券投資を行うか否かにはどのような要因が影響を与えているのだろうか。主な先行研究の結果を図表3にまとめた。まず、金融商品購入の元手となる金融資産残高や所得が大きいほどリスク性資産を保有しやすいことは多くの研究で確かめられている。また、居住用不動産を

保有すると、その分住宅ローンで負債を抱えることが多く、リスク性資産の保有率や保有割合が低下するとの報告もある。

こうした家計のバランスシートに着目したアプローチのほかに、金融知識やその代理変数である学歴（の高さ）が投資を促すと指摘した研究も多くある。この解釈としては、金融知識が証券投資を行う上でのコスト（リサーチなどを含む広い意味でのコスト）を削減するためと考えられ、金融知識の向上が資産形成推進の一つの方法であるということを示唆している。このほか、リスク性資産に期待するリターンや証券会社に対する信頼、自信過剰度といった行動バイアスが証券投資に影響を与えているという結果もある。

### 2. ライフサイクルの理論と実際

これらの要因の中でも興味深いものは年齢である。というのは、資産の多寡や金融知識が証券投資を促すというのは直感的にも明らかであるもの

図表3 家計のリスク性資産保有行動に関する主な先行研究

要因候補	内容
古典的理論	◆リスク性資産の期待収益率やボラティリティ、リスク回避度などの要因により、日・米のリスク性資産の保有行動の違いが説明できる（伊藤他、2017）
資産・所得	◆金融資産残高、所得などが大きいほど株式を保有する傾向（塩路他、2013）
住宅資産・負債	◆居住用不動産の保有者は、非保有者に比べて総資産に占める株式の割合が低い（Iwaisako,2003） ◆居住用不動産の総資産に対する比率が高い家計は、株式の保有率が低い（祝迫他、2015） ◆住宅取引戸数に占める中古住宅の取引戸数と家計の金融資産に占める現金・預金比率、リスク性資産比率にはそれぞれ負と正の相関関係が確認できる（吉井、2017）
金融知識	◆金融リテラシーが高い人ほど、株式市場に参加する（Rooij, et al., 2007） ◆大卒家計の方が非大卒家計に比べて保有率が高く、金融知識などの参加コストが寄与している可能性がある（北村・内野、2011） ◆因果関係を考慮しても金融・税制・年金リテラシーが高いほどリスク性資産の保有率が高く、税制リテラシーが高いほど税制優遇措置の利用率が高い傾向にある（新田・大和総研、2020）。
行動バイアス	◆リスク許容度、期待リターン、証券会社に対する信頼が高いほど、また自信過剰であるほど金融資産に占めるリスク性資産比率が高い（木成・筒井、2009） ◆自らの金融知識についての自信と実際の知識水準に差があるほど株式を保有する傾向にあり、非保有者のうち、過去に投資していれば利益を得られたと考える人ほど株式を保有する意向がある（北村・中嶋、2010）
年齢	◆株式が金融資産に占める比率は年齢とともに高くなる一方で、株式を少しでも保有する世帯に限定すると、両者の関係は見られなくなる（Ameriks & Zeldes,2004、Iwaisako,2003） ◆年齢が高いほどリスク性資産の保有率は高くなる一方、年齢が低いほど証券投資の必要性を認識する傾向にある（森・坂口、2020）
その他	◆老後を見据えた安全資産に余剰がある場合、リスク性資産を保有しやすい（小寺、2020）

（出所）巻末の参考文献を参考に大和総研作成

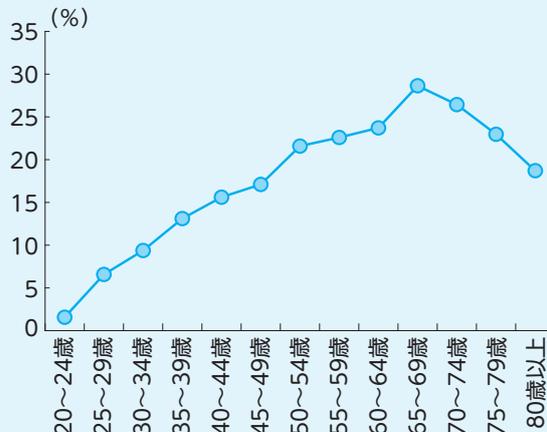
の、年齢、言い換えると個人のライフサイクルと証券投資の関係は、様々な関係が想定されるからである。例えば経済学の古典的な理論によると、金融資産からのリスク・リターンの分散が時間を通じて一定かつ労働所得を考慮しないとする単純な仮定の下では、家計は年齢を問わず金融資産残高のうち一定の割合をリスク性資産で保有するものと想定される。

他方で、例えばファイナンシャルプランナーのアドバイスによく見られるものとして、年齢が若いほどリスク性資産の保有割合を高めるべきとする考え方がある。これは年齢が若いほど将来にわたる労働所得の稼得能力が高く、金融資産に生じるリスクを分散できるということが根拠にある(Iwaisako(2003))。このようにライフサイクルを通じた証券投資行動パターンは、理論的には様々に考えられる。

なお、上述の議論では金融資産残高に占めるリスク性資産の保有割合を考えてきた。ただ、家計の資産形成をマクロで捉えるうえでは、リスク性資産を保有する家計がどれだけかという保有率の方がより重要であることから(Ameriks and Zeldes (2004), Iwaisako (2003))、以降では保有率を中心に据えて議論を進める。

こうしたことを踏まえて、家計の保有率の年齢別の推移を見ると(図表4)、家計のリスク性資産保有率は60代に至るまで上昇し、以降は低下する傾向にある。上述の理論的な想定とは異なる姿である。一見すると加齢に伴う金融資産残高の積み上がりによるものと考えられるが、そうした要因を制御しても年齢の上昇と保有率には正の相関があるとする結果は少なくない。その背景としては加齢によって投資に必要な知識を学習する効

図表4 年齢別リスク性資産保有率



(注1) 株式または投資信託の少なくともどちらかを保有している比率

(注2) 2012、2015、2018年の合算データを使用

(出所) 日本証券業協会「証券投資に関する全国調査(個人調査)」、匿名個票データから大和総研作成

果や将来の所得のリスク(不確実性)が低下することを指摘するもののほか、若いほど将来の大型支出(住宅など)に備えることなどライフサイクルの影響も示唆されている(北村・内野(2011)、木成・筒井(2009))<sup>1</sup>。本稿ではこのうちライフサイクルによって証券投資を促す要因が異なると考えて分析を進める。実際に、証券投資とライフサイクルの関係を考えると、賃金カーブの存在や結婚・子育て、住宅取得、退職といった一般的な要因のほかに、近年では人口動態の変化から生じる多様な論点が存在する。次節では論点の洗い出しとして若年層・中年層・高齢層の年齢層で資産形成にまつわるテーマに触れていく。

### 3. 高齢層の資産形成における論点

#### 長生きリスクに備える、運用しながらの取り崩し

高齢層の多くは定年を経て仕事から引退しており、現役期に形成した資産を取り崩しながら、ま

1) もっとも、保有率に対する年齢の影響は時系列的に安定していないとする結果もある(塩路他(2013))。

た終身年金保険である公的年金を受け取りながら生活を送ることになる。つまり、一般的なライフサイクルの理解では、高齢層は資産を形成するというよりは資産を取り崩すのが基本的な金融行動になる。

しかし、長寿が進んでいることから想定以上に長生きすることで取り崩し対象の金融資産が枯渇するリスクである、「長生きリスク」が指摘されている。日本では「人生100年時代」を迎えていると言われており、厚生労働省年金局の資料<sup>2</sup>によれば、2020年現在で60歳の人は、女性で64%、男性で38%が90歳まで生きると試算されている。

長生きによる資産枯渇リスクを回避するのに有効な策の一つとして挙げられるのが、資産を運用しつつ取り崩すことである。その目的は、積み上げてきた資産を老後も継続して運用することで資産寿命を延ばすことである。もちろん、働くことで収入を得ることも可能であるが、就労の可否やその程度は健康状態に大きく依存する部分もありリスクは小さくない。このように、長生きリスクという要因を踏まえると、取り崩しを主たる金融行動とする高齢層においても資産形成の視点を持って家計を運営する必要があるといえる。

## 認知機能の低下

しかし、注意が必要なのは、認知機能の低下リスクにより、金融資産の管理に支障が生じることである。高齢層のなかでも特に75歳を越えると認知症の有病率が上がることが知られている。認知症にも段階があるが、認知症が進行した場合、本人の意思確認ができなくなる状態になる。その

場合、認知症患者の保有する金融資産が凍結され、家族が資金を管理することができなくなるケースも想定される。

また、認知症にならずとも、高齢期になれば、認知機能の低下は起こり、金融行動への影響も懸念される。例えばKorniotis and Kumer (2011)では、高齢投資家の豊富な投資経験が投資パフォーマンスに良い影響を与える一方で、認知機能の低下によるマイナスの影響がそれを相殺する働きをすることを示している。認知機能の低下が進めば、それだけ投資パフォーマンスは低下していく。

さらに、高齢顧客の認知機能の低下は金融事業者に対しても難しい対応を迫るものである。顧客本位の業務運営を踏まえると、認知機能の低下が進んだ高齢顧客に対する金融商品の勧誘・販売は適合性の原則に鑑みるに困難である。また、顧客本位の業務運営を徹底するという観点からは、そもそも顧客の認知機能が十分かどうかを判断するスキルが営業員に求められる。高齢顧客はその金融資産残高の多さや数の多さから証券業界の収益の中心となっていると推察されるものの、顧客本位の業務運営を徹底するに際しては相応のコストが発生するのは避けられないだろう。

## 4. 中年層の資産形成における論点

### 本格的な資産形成層

中年層は「本格的な資産形成層」と位置付けられよう。中年層は引退期を控え、老後の生活設計に意識が向かうようになる。実際に、40代・50代の約9割が老後の生活に不安を感じており、不安の内容で最も多いのが「公的年金だけでは不十

2) 第5回社会保障審議会年金部会 資料1 厚生労働省年金局「雇用の変容と年金（主として高齢期の就労と年金に関して）」（2018年10月10日）

分」という調査結果がある<sup>3</sup>など老後の資金についての関心は高い。

また、中年層は、まとまった金融資産残高が積みあがり始める時期でもある。住宅ローン等の負債を考慮した純金融資産は平均的に40代後半からプラスに転じ始める<sup>4</sup>。負債を賄える程度に資産が積みあがれば、まとまった資金をリスク性資産に投じやすくなる。

### 相続による資産の継承

また、中年層は相続資産を受け取る年齢層であり、「資産継承層」との捉え方もできる。相続の動向を分析した野尻（2017）によれば、相続人のうち60%程度は40代・50代といった中年層であるという。

人口動態を考えても、相続による資産の移転は今後増加していくものと考えられる。一般的に現在は「超高齢社会」を迎えているといわれるが、それは同時に「多死社会」であることも意味している。金融資産を多く持つ高齢者の死亡が増加すれば、経済全体において、相続を通じて資産継承世代に移る資産の規模も大きくなることが予想される。

資産形成という観点からは、相続による資産の承継に加えて、投資行動が継承されるかどうかが目される。野尻（2017）は相続人の相続資産の使い道について調査結果を示しており、相続資産に有価証券等の金融商品が含まれていた人のうち、23.2%が「有価証券などの金融商品は、預貯金として金融機関に預け入れ」と回答している。つまり、相続を経る際に、「投資を行っていた高

齢層」の資金が「投資を行わない中年層」の資金に振り替わることを意味しており<sup>5</sup>、資産形成推進の上では見過ごせない論点である。

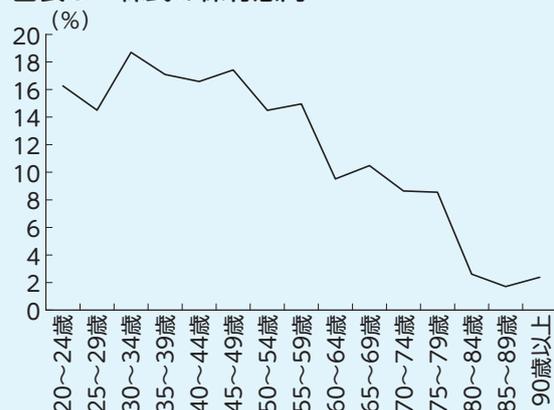
## 5. 若年層の資産形成における論点

### 資産形成への意欲は高い

本章2. で見たように、若年層は他の年齢層に比べて将来得られる勤労所得が大きいことからリスク性資産を保有するのが望ましいとしばしば指摘される。また、若年層は老後までの期間が長く、ドルコスト平均法など、時間分散によるリスク低減を行いながら資産形成を行うのに適した年齢層とも言える。

若年層の資産形成意欲は他の年齢層に比べて高いことも特徴である。日証協調査から株式の保有意向に関する質問への回答を見ると、年齢が若いほど保有意向を持つ個人が多いことがわかる（図表5）。

図表5 株式の保有意向



(注1) 株式の保有意向について、「今後1年以内に購入したい」、「時期は未定だが購入してみたい」と回答した割合を表示

(注2) 2018年調査結果

(出所) 日本証券業協会「証券投資に関する全国調査(個人調査)」、匿名個票データから大和総研作成

3) 生命保険文化センター「令和元年度 生活保障に関する調査」

4) 総務省「平成26年度全国消費実態調査」

5) なお、これとは反対に相続した現預金を証券投資に投じる可能性もある。実際に、相続資産に現預金が含まれていた人のうち「現金・預貯金で有価証券等の金融商品を購入(投資)した」と回答した人は6.9%である。

しかし、図表4で確認したように、若年層のリスク性資産の保有率は他の年齢層と比べて低い。背景には、若年層は金融資産残高が少なく、証券投資に資金を回す余力が他の年齢層に比較して小さいことが推察される。また、近年若年層で住宅ローンを中心に負債が増加傾向にあることも指摘できる。

### 手軽さを活用した金融サービス

現在の若年層はデジタル・フレンドリーで、そこに資産形成を進める糸口があると考えられる。投資を行っている若年層の利用チャンネルを日証協調査により確認すると、インターネット経由が8割弱を占め、他の年齢層と比較してもその比率は高い。

こうした点に着目してか、最近ではスマホ証券の設立がネット・総合証券問わず増えている。そうしたサービスでは投資の方法について、ポイント投資、おつり投資、単位株未満の取引、手数料無料サービスなど、投資余力が限られる若年層に配慮した工夫が多くみられる。つみたてNISAなどの長期積立分散投資と合わせて若年層の資産形成を後押しする期待はできる。ただし、若年層はフローの収入、ストックの金融資産残高ともに少ないことから、事業者にとって収益化することが難しいと推察される。「貯蓄から資産形成へ」の持続可能な推進役となるには、ビジネスとしての収益性の確保も重要と考えられる。

## 3章 年齢層別証券投資の要因分析

### 1. 分析の目的

これまで見てきたように、一口に資産形成といっても、年齢層によってその目的、方法、取り

巻く環境が大きく異なる。また、2章2.で確認した証券投資の要因は主に年齢を一定として平均的に観察した結果にすぎない。本章ではリスク性資産の保有の要因を年齢層の違いを考慮して計量分析を行う。資産形成を促す要因の年齢層間の違いが観察できれば、年齢層の特性を踏まえた制度設計や業界の取り組みを検討する際の材料となり得る。以降では、分析に使用するデータや変数を概観したのち、計量分析の結果を確認する。

## 2. 分析の設計

### 使用するデータの概要

まず、本稿で用いるデータや分析方法の概要を説明する。なお、テクニカルな内容も含むため、下記の詳細は後述の【補論】「利用したデータ・分析方法の詳細」を参照されたい。

本分析では日本証券業協会による「証券投資に関する全国調査（個人調査）」の2012年調査、2015年調査、2018年調査の匿名個票データを用いる。同調査は「わが国における個人の証券保有実態や証券投資に対する意識等を把握」することを目的として実施している。調査対象は全国20歳以上の男女個人であり、いずれの調査時点でもサンプルサイズは7,000である。主な質問項目は、金融商品保有の実態や意向、今後の投資行動や投資実態などである。

本稿の分析では2012年、2015年、2018年の3カ年のデータを合算したデータを用いる。なお、調査対象者は調査時点間で一致しないため、パネルデータ（同一の調査対象者に対して、複数期間の回答を得たデータ）ではない。

### 取り上げる変数と分析の方法

計量分析では、質問項目を加工して被説明変数

図表6 使用する変数の定義

	変数名	アンケートにおける質問内容	定式化
変数 被説明	リスク性資産の保有	次の金融商品のうち、あなたが現在保有しているものをお答えください。	1:株式、投信のいずれかを保有 0:それ以外
	金融資産残高	あなたが現在保有している金融資産の合計額はいくら位ですか。預貯金・信託以外は時価でお答えください。	回答項目の額の平均値。 ただし5,000万円以上は6,000万円とする。
説明 変数	世帯税込み年収	ご家庭（世帯）のご家族全員の1年間の税込み収入（=世帯年収）はどの位でしょうか。	回答項目の額の平均値。 ただし2,000万円以上は2,250万円とする。
	持家ダミー	ご家庭（世帯）のお住まいは。	持家:戸建ての持ち家+その他の持ち家（マンションなど） ベース:賃貸その他 （賃貸・給与住宅+間借り+その他）
	金融教育経験ダミー	これまで学校、職場や家庭で証券投資に関する教育を受けたことがありますか。	受けたことがある 受けたと思うが、あまり覚えていない ベース:受けていない
	不信感得点	証券会社について、どのようなイメージをお持ちですか。	「勧誘がしつこい」「あまり信頼できない」への回答数を合計
	金融商品で重視する点	金融商品のどのような点を重視しますか（複数回答）	「利回りが良い」:利回り重視 「いつでも出し入れができる」:流動性重視 「元金が安全」:安全性重視 「値上がりが期待できる」:利回り重視 「税金面で有利になる」:税金重視 「各種料金の自動引き落としに利用できる」:流動性重視 「インターネットで取引できる」:インターネット取引重視
	居住する都市規模ダミー	-	21大都市 5~15万人未満の都市 5万人未満の都市 郡部 ベース:15万人以上の都市
コント ロール 変数	年齢	あなたの年齢は。	回答項目の年齢の平均値。 ただし90歳以上は92歳とする。
	職業ダミー	あなたのご職業は。	ベース:パート・アルバイト・フリーター+契約社員・派遣社員 (2012・2015年調査はパート・アルバイト・フリーターのみ)
	性別ダミー	あなたの性別は。	ベース:女性
	配偶者ダミー	配偶者について。	ベース:なし
	世帯人数	ご家庭（世帯）のご家族の人数をお答えください。	ベース:2人世帯

(注) データの加工方法の詳細は、本稿の補論「利用したデータ・分析方法の詳細」を参照されたい  
(出所) 日本証券業協会「証券投資に関する全国調査（個人調査）」、匿名個票データから大和総研作成

や説明変数を作成した（図表6）。多くはダミー変数（ある条件に該当する場合に1、そうでない場合に0となる変数）に加工している。

2章2. で見たような既存の研究で用いられている金融資産残高や世帯年収といった基本的な属性に関する変数のほか、いくつか独自の変数を作

成した。一つは「不信感得点」で、これは証券会社のイメージを尋ねた質問の選択肢のうち、ネガティブな回答の数を合計し0~2点を取る値として得点化している。2点が最も不信感が高く、0点が最も低いことになる。顧客本位の業務運営が金融事業者に求められている中で、金融事業者

の間で様々な取り組みが行われていることを踏まえ、そうした取り組みへの示唆を得ることを目指す。

「金融教育経験」は、「受けたことがある」、「受けたと思うが、あまり覚えていない」、「受けていない」の三つの回答項目から構成されている。先行研究に見られる、設問によって金融知識・リテラシーの水準を直接測るものとは異なるが、金融教育が金融リテラシーの獲得につながり、結果として投資を促進する効果があるとの想定から用いる。

「金融商品で重視する点」は、「あなたは、金融商品のどのような点を重視しますか」（複数回答）の回答を、利回りや値上がりを重視する「利回り重視」、決済に利用できることを重視する「流動性重視」、元金の保全を重視する「安全性重視」、税金で有利になることを重視する「税金重視」、インターネット取引ができることを重視する「インターネット取引重視」などに分類したものである。これらからは金融商品への選好と投資行動との関連を確認する。

分析の方法としては、リスク性資産の保有の有無を被説明変数とし、回答者の属性などを説明変数としたプロビット・モデルで行う。なお、サンプルは若年層(20～30代)、中年層(40～50代)、高齢層(60歳以上)で分割した。

## データの概観

計量分析の前に、分析で取り上げる変数を概観する。具体的には、被説明変数であるリスク性資産の保有の有無でサンプルを分割し、変数の平均値を確認する。図表7では、年齢別に保有の有無で分割したサンプル間の各変数の平均値とサンプル間で平均値に統計学的に有意な差があるか否か

を検定した結果を記載している。なお、主に属性をコントロールするために用いる変数はここから除いて示している。

まず、年齢別のサンプルの各変数の水準を比較すると、年齢を経るほど、金融資産残高、住居のうち「持家」の割合、不信感得点は大きくなる傾向にある。他方で、金融教育経験を「受けたことがある」や「受けたと思うが、あまり覚えていない」を合計した割合や金融商品で重視する点のうち「インターネット取引」の割合は、年齢が若いほど高い傾向にある。

次に、リスク性資産の保有の有無による差に着目していく。まず、リスク資産を保有する個人の割合は、若年層で約9.5%、中年層で約19.8%、高齢層で25.6%と年齢を経るほど高い。次に、保有の有無での差を見ていくと、いずれの年齢層でもリスク性資産を保有している個人は保有していない個人に比べて、金融資産残高、世帯税込み年収が高く、住居のうち「持家」、金融教育経験のうち「受けたことがある」、金融商品で重視する点のうち「利回り」・「安全性」・「税金」・「インターネット取引」、都市規模のうち「21大都市」の割合が高い。他方で、いずれの年齢層でもリスク性資産を保有していない個人は、保有している個人に比べて、証券会社へのイメージを表す不信感得点が高く、住居のうち「賃貸その他」、金融教育のうち「受けていない」、金融商品で重視する点のうち「流動性」・「特になし」の割合が高い。

リスク性資産の保有の有無による金融資産残高の差を年齢層別に比較すると、その差は年齢層が上がるほど拡大している（若年層357万円、中年層608万円、高齢層1,030万円）ことが見受けられる。他方で、世帯年収について同様に差を見ると、必ずしもそうした傾向が見られない（若

図表7 各変数の平均値

項目	若年層			中年層			高齢層			
	全体	保有	非保有	全体	保有	非保有	全体	保有	非保有	
金融資産残高 (万円)	217	540	183 ***	488	976	368 ***	915	1,681	651 ***	
世帯収入 (万円)	588	754	571 ***	686	848	646 ***	451	558	414 ***	
住居	賃貸その他	0.35	0.29	0.36 ***	0.19	0.13	0.21 ***	0.10	0.03	0.13 ***
	持家	0.65	0.71	0.64 ***	0.81	0.87	0.79 ***	0.90	0.97	0.87 ***
金融教育経験	受けていない	0.77	0.64	0.78 ***	0.80	0.72	0.82 ***	0.86	0.80	0.88 ***
	受けたことがある	0.07	0.21	0.06 ***	0.07	0.14	0.05 ***	0.06	0.10	0.04 ***
	受けたと思うが、あまり覚えていない	0.16	0.15	0.16	0.13	0.13	0.13	0.09	0.09	0.08
証券会社の不信感得点	0.46	0.40	0.47 **	0.48	0.44	0.49 **	0.51	0.41	0.54 ***	
金融商品で重視する点	利回り	0.27	0.69	0.23 ***	0.36	0.68	0.28 ***	0.28	0.63	0.17 ***
	流動性	0.53	0.32	0.55 ***	0.51	0.37	0.55 ***	0.54	0.43	0.57 ***
	安全性	0.33	0.38	0.32 **	0.49	0.55	0.48 ***	0.45	0.51	0.43 ***
	税金	0.05	0.14	0.04 ***	0.06	0.12	0.04 ***	0.04	0.09	0.03 ***
	インターネット取引	0.09	0.26	0.07 ***	0.07	0.19	0.04 ***	0.03	0.10	0.01 ***
	その他	0.00	0.01	0.00	0.00	0.01	0.00 ***	0.01	0.01	0.00 ***
	特になし	0.25	0.08	0.27 ***	0.18	0.06	0.21 ***	0.21	0.08	0.26 ***
地域	21大都市	0.34	0.36	0.34	0.31	0.34	0.30 ***	0.26	0.31	0.25 ***
	15万人以上の都市	0.32	0.33	0.32	0.32	0.31	0.32	0.32	0.33	0.31
	5-15万人未満の都市	0.22	0.22	0.23	0.23	0.20	0.23 **	0.23	0.21	0.24 **
	5万人未満の都市	0.05	0.03	0.05 **	0.06	0.06	0.06	0.08	0.07	0.09 ***
	郡部	0.06	0.07	0.06	0.09	0.08	0.09	0.10	0.08	0.11 ***
サンプルサイズ	4,152	395	3,757	5,067	1,002	4,065	5,944	1,524	4,420	
比率		9.5%	90.5%		19.8%	80.2%		25.6%	74.4%	

(注) \*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ保有・非保有間の平均の差が10%、5%、1%水準で有意  
(出所) 日本証券業協会「証券投資に関する全国調査(個人調査)」、匿名個票データから大和総研作成

年層 183 万円、中年層 202 万円、高齢層 144 万円)。

地域については中年層や高齢層で、保有している個人における 21 大都市の割合が高く、15 万人未満の都市の割合が低い。

金融教育経験については、先に見たように年齢が若いほど金融教育経験がある割合が高いことに加え、年齢が若いほど保有者の「受けたことがある」割合が非保有者に比べて高いことも確認できる。

最後に、金融商品で重視する点のうち「税金」を選んだ割合の保有者と非保有者の差を見ると、

年齢が若いほどその差が大きいことが指摘できる。

これらの結果は、リスク性資産の保有の有無でサンプルを分割して比較しただけであり、それぞれの変数のリスク性資産の保有確率への影響を表したのではない。次節では、他の変数の影響をコントロールしたうえでもなお影響が見られるかどうかを検証していく。

### 3. 分析結果

図表 8 はプロビット・モデルによる計量分析の結果を示したものである。以下では、まず限界効

図表8 プロビットモデルの推計結果

項目	単位	若年層	中年層	高齢層
		平均限界効果	平均限界効果	平均限界効果
金融資産残高	100万円	0.005 ***	0.007 ***	0.006 ***
世帯年収	100万円	0.005 ***	0.009 ***	0.009 ***
住居 (ベース: 賃貸その他) 持家	ダミー	0.007	0.036 ***	0.121 ***
金融教育経験 (ベース: 受けたことがない)	受けたことがある	0.116 ***	0.114 ***	0.097 ***
	受けたと思うが、あまり覚えていない	0.024 **	0.018	0.025
証券会社の不信感得点	得点 (0~2)	-0.014 **	-0.031 ***	-0.056 ***
金融商品で重視する点(複数回答)	利回り	0.084 ***	0.143 ***	0.201 ***
	流動性	-0.077 ***	-0.111 ***	-0.113 ***
	安全性	-0.025 ***	-0.024 **	-0.037 ***
	税金	0.030 **	0.052 ***	0.029
	インターネット取引ができる	0.065 ***	0.158 ***	0.211 ***
	特になし	-0.052 ***	-0.106 ***	-0.130 ***
	その他	0.087 *	0.167 ***	0.173 ***
地域 (ベース: 15万人以上の都市)	21大都市	-0.007	0.025 **	0.030 **
	5-15万人未満の都市	-0.015	-0.002	-0.027 **
	5万人未満の都市	-0.039 **	0.015	-0.032 *
	郡部	-0.009	-0.001	-0.033 **
年齢	歳	0.005 ***	0.003 ***	-0.001 *
職業 (ベース: 非正規雇用)	その他	0.011	0.023	0.025
	常勤雇用 (非管理職)	0.044 ***	0.026	-0.013
	常勤雇用 (役員・管理職)	0.035 **	0.056 ***	0.045
	専業主婦	0.013	0.002	0.061 ***
	無職・年金のみ	0.024	-0.001	0.065 ***
性別 (ベース: 女性)	男性	0.024 ***	0.016	0.039 ***
配偶者 (ベース: なし)	あり	0.025 **	0.008	-0.002
世帯人数 (ベース: 2人世帯)	3人	0.007	-0.019	-0.010
	4人以上	-0.003	-0.027 *	-0.054 ***
	単身世帯	-0.006	0.031	0.005
年 (ベース: 2012年)	2015年	0.006	-0.022 *	-0.007
	2018年	0.009	-0.021 *	-0.022 *

(注1) リスク性資産保有率を被説明変数としたプロビットモデルにより推計  
 (注2) \*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ保有・非保有間の平均の差が10%, 5%, 1%水準で有意  
 (出所) 日本証券業協会「証券投資に関する全国調査(個人調査)」、匿名個票データから大和総研作成

果の有意水準に着目して、年齢層間で共通して見られる傾向や年齢層間で異なる傾向を確認する。その後、年齢層別の限界効果の大きさの違いを比較する。なお、図表8における「平均限界効果」は、説明変数が1単位増加したときの被説明変数(リスク性資産の保有率)の平均的な増加分のことを

指す。例えば、若年層の分析結果における金融教育経験のうち「受けたことがある」の平均限界効果は0.116である。これは、若年層のうち金融教育経験がある個人はない個人に比べてリスク性資産の保有確率が平均的に11.6% pt高いことを示している。

まず、先行研究で用いられてきた変数に着目すると、金融資産残高、世帯税込み年収はいずれの年齢層でもプラスの符号で、これらが大きい個人ほどリスク性資産を保有する傾向が確認できる。平均限界効果を年齢層別に比較すると、いずれも100万円の増加で約0.5～0.9% pt リスク性資産の保有確率を上昇させると推定された。投資の元手となるストックの資産とフローの所得が多いほど投資を行いやすくなるという関係で、若年層の平均限界効果が他に比べてやや低いものの、年齢層間での違いは大きくない。

住宅については、中年層と高齢層について持家ダミーがプラスに寄与しており、持家の方が賃貸などに比べてリスク性資産を保有しやすいということを意味している。2章2.で確認した「流動性の低い住宅を保有する家計は、リスク性資産を保有しにくい」という先行研究（Iwaisako (2003)、祝迫他 (2015)）と異なる結果となった。背景には、日証協調査は住宅ローンの有無やその残高に関するデータが含まれておらず、住宅ローンが残っている個人と返済し終わった個人が混在していることがある。住宅ローンなどの負債を勘案して見た純金融資産残高がプラスの家計とマイナスの家計が混在していることが多い中年層の結果は、幾分バイアスがかかっているであろうことに留意が必要であろう。他方で高齢層においては住宅ローンを返済し終わっているか、残債があったとしても純金融資産はプラスに転じている個人が大宗と考えられる。退職金や年金といった固定的な資産に対して定期的にキャッシュアウトが生じる賃貸に比べて持家の方が証券投資によるリスクテイクを行いやすいということが示されていると考えられる。実際に、高齢層の方が中年層に比べて平均限界効果が有意に大きいことが確認でき

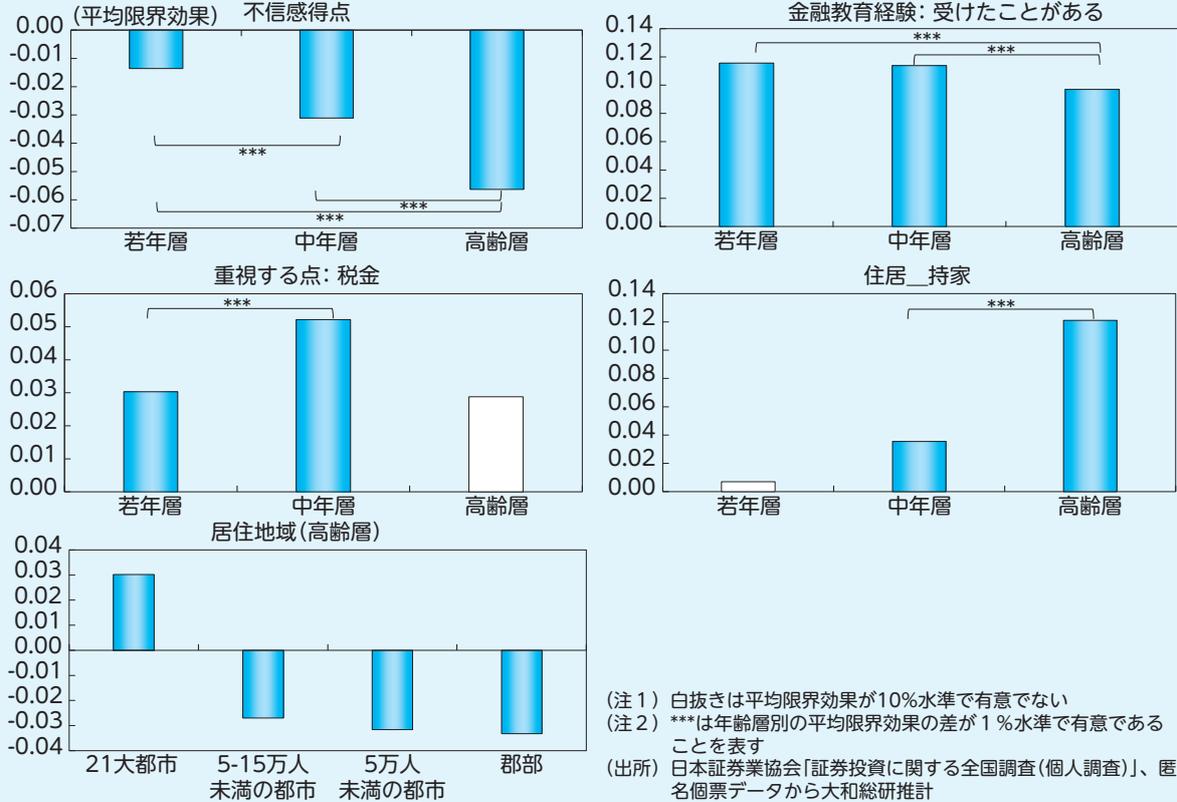
る（図表9）。

居住する地域については、特に高齢層で影響が見られる。具体的には21大都市は中年層や高齢層でプラスの符号である。他方で、高齢層の5～15万人未満の都市・5万人未満の都市・郡部ではマイナスの符号である。平均限界効果で見ると（図表9）、21大都市と郡部の間ではリスク性資産の保有確率に対して約7% ptの差があることが示唆されている。一般的に、都市の規模が大きいほど金融機関の窓口が多く分布していることから、金融機関への物理的なアクセシビリティが高齢層のリスク性資産の保有に少なくない影響を及ぼしていることが示唆されているといえよう。

本稿で独自に採用した変数を見ていくと、不信感得点の符号はいずれの年齢層でもマイナスであり、証券会社に対するイメージが悪いほど、投資を行わない傾向にあることが示されている。不信感得点が保有確率に与える影響の大きさについて年齢層間で平均限界効果を比較すると大きな差が見られる（図表9）。すなわち、若年層では不信感得点が1ポイント増えるとリスク性資産の保有確率が平均的に1.4% pt低下する一方、中年層では3.1% pt、高齢層では5.6% pt低下し、証券会社に対する不信感がリスク性資産保有に与える影響は、高齢層でより大きいことが分かる。

金融教育経験については「受けたことがある」の符号はいずれの年齢層でもプラスであり、金融教育経験があるとリスク性資産を保有しやすいという関係がうかがえる。金融知識や金融リテラシーが株式の保有にプラスに寄与するという先行研究の結果と整合的である。平均限界効果を見ると、若年層・中年層と高齢層の間に有意な差が見られる（図表9）。このことから、若年層・中年層は、金融教育とそれによって獲得する金融リ

図表9 主たる変数の平均限界効果



テラシーが高齢層に比較してより投資を促進する要因となっていることが示唆される。もっとも、分析の設計上、金融教育経験があるからリスク性資産を保有するのか、リスク性資産を保有するから金融教育経験を受けるのかは必ずしも明らかではない点に注意が必要である。

金融商品で重視する点については、おおむね直感と整合的な結果が得られている。すなわち、安全性や流動性を重視する個人はリスク性資産の保有を行わない傾向にあり、他方で利回りやインターネット取引を重視する個人はリスク性資産の保有を行う傾向にある。税金については若年層・中年層で有意にプラスの寄与が見られる。若年層と中年層の平均限界効果を比べると、中年層の方が有意に高く、税金についての関心と投資行動の

結びつきの強さがうかがえる (図表9)。

## 4章 年齢層別の特性を踏まえた資産形成推進のポイント

以上では年齢層別の資産形成にまつわる論点を整理し計量分析による証券投資の要因分析を行った。分析結果のうち、特に年齢層別に違いが見られたものについて取り上げ、資産形成を推進するポイントを考察したい。

### 1. 顧客の特性に合わせた「顧客本位の業務運営」の展開

#### 販売側の信頼感を重視する高齢層

3章で行った計量分析からは、証券会社に対す

る不信感得点が高いほどリスク性資産の保有確率が低下すること、さらにその効果は若年層に比べて中年層で、中年層に比べて高齢層で大きいことがわかった。これは、不信感を払しょくできればそれだけ証券投資を活発化させる余地があるとも捉えられる。証券業界の中にはNPS（Net Promoter Score）と呼ばれる顧客満足度を図るスコアを顧客本位の業務運営のKPIとする会社もあるが、ここでの分析結果はそうした動きを正当化するものであることが指摘できる。

高齢層で特に不信感得点の影響が大きい背景には、高齢層が証券会社の信頼感を重視していることが上げられる。図表10は、証券会社に口座を保有して取引を行っている個人に、その証券会社

を選んだ理由を複数回答で尋ねたものを抜粋して示している。これによると、「信用のある会社だから」、「親しみやすい、または、信頼できる営業員がいるから」といった販売側に対する信頼感についての回答割合が高齢層で高い。

また、高齢層のうちリスク性資産の非所有者の不信感得点を金融資産残高別に見ると、不信感得点が0の個人で平均して605万円、1の個人で677万円、2の個人で849万円と、不信感得点が高いほど金融資産残高が大きい傾向にある。高齢層の不信感得点が、一般的な証券会社のイメージに起因するものか、それとも過去に営業活動を受けたり取引を行ったりして形成されたものなのかはここでは判然としないものの、高齢層に対し



て顧客本位の業務運営を徹底することで不信感を払しょくできれば新たに収益性の高い顧客を獲得することにつながる可能性も示唆される。

高齢者に対する顧客本位の業務運営を徹底するためには、深い高齢者理解が重要であり、金融ジェロントロジーの学問的知見を取り入れることも求められる。

### 対面アドバイスへのニーズがうかがえる高齢層

分析結果からは、販売側の提供するアドバイスの方法や内容について年齢層間で異なった特性があることも敷衍できる。一つはアドバイスへのアクセシビリティである。計量分析のうち高齢層については居住する地域の都市規模が大きいほどリスク性資産の保有率が高く、小さいほどリスク性資産の保有率が低い傾向にあった。この背景には、店舗等において対面での取引を行いたいというニーズがあるとみられる。実際に証券会社に口座を持っている個人の、取引する証券会社を選んだ理由を見ても（図表 10）、高齢層は店舗の立地を重視している。

一般的に加齢によって論理的思考力や計算能力が低下するとされており、高齢層が自力で望ましいポートフォリオを組むことは容易ではない。高

齢者に対しては店舗等での、対面による丁寧で寄り添ったアドバイスが適しているということが示唆されているといえそうだ。

また、地域差は対面アドバイスへのアクセスが相対的に悪い高齢者は金融サービスを利用しにくいということを表しているともいえる。そのため、デジタルでも今の対面サービスと遜色ないような体制・設備の整備を進めることは金融包摂の観点から重要であるとみられる。実際にインターネット利用経験を年齢別に見ると、60代で91%、70代で74%<sup>6</sup>と高齢層の間でもデジタル技術の活用は相当程度見られ、オンラインでのサービス提供は現段階でも不可能ではない。

もちろん、高齢者の認知機能の把握など、対面でないと難しい対応もあり、全てをオンラインに置き換えることはできない。今後は対面と非対面の両立により、サービスの質を保ちつつ、より多くの高齢者のアドバイスニーズを満たすことが求められよう。

## 2. 若・中年層には証券投資についてのリテラシーの涵養が有効か

### 税制優遇措置は投資体験の入り口

若年層と中年層について特徴的だった結果の一

図表10 年齢層別取引している証券会社を選んだ理由

		(%、複数回答)	若年層	中年層	高齢層
信頼性	信用のある会社だから		29.8	31.2	53.3
	親しみやすい、または信頼できる営業員がいるから		2.1	6.3	13.2
アクセシビリティ	自宅や勤め先の近くにあるなど立地が便利だから		7.4	11.9	18.8
	インターネット取引があるから		50.0	36.1	13.6
	インターネット取引のサイトが使いやすいから		31.9	21.9	6.7

(出所) 日本証券業協会「平成30年度 証券投資に関する全国調査（個人調査）」、匿名個票データから大和総研作成

6) 総務省「令和元年通信利用動向調査」

つは、金融商品で重視する点について、「税金面で有利になること」を重視する個人ほどリスク性資産の保有を行うという関係が観察されたことである。この背景には確定拠出年金やNISAといった税制優遇措置の利用があると考えられる。

もっとも、税制優遇措置について注目すべきは、その認知度と理解度の低さである（図表11）。まず、認知度については、NISAの場合、約半数が「知らない」としている。2014年に制度が設立されてから、まだ日が浅いこともあろうが、資産形成の推進には一層の周知が必要であろう。具体的には、様々にあるメディアの中で、テレビによる情報発信がマス層への金融知識の提供方法として有効だとする議論もある。

また、そもそも制度を理解するための金融リテラシーの向上も必要だろう。確定拠出年金についても約半数が「わからない」と回答していること

から、年金や税制について十分な理解がされていないことがうかがえる。

### 口座開設から知りたい若・中年層

計量分析の結果で確認した、金融教育経験の有無がリスク性資産の保有率に与える影響は若・中年層で高いことや、税制リテラシーや年金リテラシーが高いほどNISAやiDeCoといった税制優遇措置を利用することを示した分析（新田・大和総研（2020））などを踏まえると、若・中年層の資産形成の推進には金融知識を向上させるような施策が有効であろう。

それでは若・中年層はどのような知識を特に必要としているのだろうか。証券投資の必要性を感じていてリスク性資産を保有していない個人の、証券投資について知りたい知識を年齢層別に集計すると図表12のようになる。若・中年層は高齢層に比べて口座開設や商品の種類など基本的

図表11 税制優遇制度の認知・利用

NISAについてご存じですか		(%)
NISA口座を開設し、NISA口座で投資をしている		6.5
NISA口座を開設しているが、NISA口座で投資をしたことはない		3.0
NISAの内容を理解しており、今後、NISA口座を開設したい		1.3
NISAの内容を理解しているが、NISA口座を開設するつもりはない		4.4
NISAという言葉聞いたことがあり、興味を持っている		6.8
NISAという言葉聞いたことはあるが、興味はない		29.5
知らない		48.5
総計		100.0
あなたは、現在、確定拠出年金制度に加入していますか		(%)
企業型確定拠出年金に加入している		7.7
iDeCoに加入している		0.8
確定拠出型年金に加入していないが、今後加入を検討している		0.9
確定拠出型年金に加入していないが、関心はある		5.9
確定拠出型年金に加入しておらず、関心もない		32.2
わからない		52.6
総計		100.0

（出所）日本証券業協会「平成30年度 証券投資に関する全国調査（個人調査）」、匿名個票データから大和総研作成

図表12 年齢層別証券投資について知りたい内容

(%、複数回答)	若年層	中年層	高齢層
口座開設や金融商品の売買方法に関する具体的な方法	38.9	36.2	23.3
投資対象となる商品の種類・仕組み・リスクやリターン	48.7	53.3	30.7
自分に適した商品やスタイル	45.7	49.3	34.2
証券税制の仕組み（NISAを含む）	27.6	26.2	11.9

(注) サンプルサイズは、「証券投資は必要だと思う」人のうち、リスク性資産を保有していない951人  
 (出所) 日本証券業協会「平成30年度 証券投資に関する全国調査(個人調査)」、匿名個票データから大和総研作成

な内容であっても、大きなニーズがあることがうかがえる。背景には、対面取引の多い高齢層は営業員から基本的な知識を得られる一方で、若・中年層は時間的制約などからそうした機会が少ないことがありそうだ。若・中年層はインターネット取引を主とすることを踏まえると、わかりやすい手続きやアプリケーションのUI/UX（User Interface/ User Experience）、ゲーミフィケーションによる証券投資に関する知識の提供などが

具体的な方策として考えられよう。

## まとめ

本稿では、家計によるリスク性資産の保有について、高齢層・中年層・若年層と年齢層の違いに着目してその要因を分析した。その結果、高齢層は証券会社に対するネガティブなイメージや居住する地域の規模（アドバイスへのアクセシビリティ



ティ)が、そして若・中年層は金融教育や税制面が特徴的な要因として抽出された。

高齢層に対しては金融ジェロントロジーの知見を活かすことによる一層の顧客本位の対応が必要とされよう。また、若・中年層に対しては、税制優遇措置のより一層の周知や、証券投資に関する知識の学習機会を官民で作り上げることが望まれよう。

### 【補論】 利用したデータ・分析方法の詳細

3章で扱う計量分析の詳細を説明する。まず、今回の計量分析で扱った「証券投資に関する全国調査（個人調査）」の調査方法について触れる。調査対象者の設定に当たっては、調査地点を抽出（エリアサンプリング）したのちに、平成27年国勢調査の全国構成比と「性×年代×職業有無」構成比が同じになるように調整（割当法）している。調査手法としては、調査員が調査対象者に訪問して調査票を渡し、後日調査票を回収する留置法を採用している。

次に、計量分析で用いたデータの加工方法を説明する。金額や年齢に関するデータは回答項目の平均の値を割り当てている。例えば、世帯税込み年収の回答が「500～700万円未満」である回答者の世帯年収は「600万円」とみなしている。

なお、質問項目には一部非連続性が見られた。具体的には、2018年調査では職業の回答項目に「契約社員・派遣社員」が追加された。ただし、回答の分布に大きな影響はなかったため、経年で同じ変数として扱っている。

変数に使用する質問に無回答のサンプルは分析対象から除いている。また、職業のうち「学生」は該当するサンプルが少なく、モデルに挿入したときに計算が収束しないことがあったことから分

析対象から除いている。

計量分析における分析方法は、プロビット・モデルを用いている。このモデルは、被説明変数が男女や人種など質的変数である場合に用いられる。

【参考文献】

- ・ Ameriks, J., & Zeldes, S. P. (2004), “How do household portfolio shares vary with age?”, working paper, Columbia University
- ・ Iwaisako, T. (2003), “Household Portfolios in Japan”, NBER Working Paper No.9647
- ・ Korniotis, G., & Kumar, A. (2011), “Do Older Investors Make Better Investment Decisions?”, The Review of Economics and Statistics, 93 (1), pp.244-265
- ・ Rooij, M., A. Lusardi, and R. Alessie (2007), “Financial Literacy and Stock Market Participation”, NBER Working Paper No.13565
- ・ 伊藤雄一郎・瀧塚寧孝・藤原茂章 (2017) 「家計の資産選択行動—動学的パネル分析を用いた資産選択メカニズムの検証—」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.17-J-2
- ・ 祝迫得夫・小野有人・齋藤周・徳田秀信 (2015) 「日本の家計のポートフォリオ選択—居住用不動産が株式保有に及ぼす影響—」『経済研究』66 (3)、pp.242-264、一橋大学経済研究所
- ・ 北村行伸・内野泰助 (2011) 「家計の資産選択行動における学歴効果—逐次クロスセクション・データによる実証分析—」『金融経済研究』33、pp.24-45、日本金融学会
- ・ 北村智紀・中嶋邦夫 (2010) 「30・40歳代家計における株式投資の決定要因」『行動経済学』3 (2010)、pp.50-69、行動経済学会
- ・ 木成勇介・筒井義郎 (2009) 「日本における危険資産保有比率の決定要因」『金融経済研究』29、pp.46-65、日本金融学会
- ・ 小寺信也 (2020) 「家計のリスク性資産保有の決定要因—機械学習による因果構造の推定」、みずほレポート、みずほ総合研究所
- ・ 塩路悦朗・平形尚久・藤木裕 (2013) 「家計の危険資産保有の決定要因について：逐次クロスセクション・データを用いた分析」、『金融研究』32 (2)、pp.63-104、日本銀行金融研究所
- ・ 新田克之・大和総研 金融リテラシーチーム (2020) 「『資産形成のためのリテラシー調査』NO. 2 因果推論からわかる税制リテラシーの効果」大和総研レポート
- ・ 野尻哲史 (2017) 「相続に伴う資産、世代、地域、金融機関間の資金移動」、フィデリティ退職・投資教育研究所、フィデリティ・インスティテュート 退職・

投資教育研究所

- ・ 野尻哲史 (2019) 「超高齢社会における相続の実情と地方経済への影響」『季刊 個人金融』2019年春号、pp.2-12、ゆうちょ財団
- ・ 森駿介・坂口純也 (2020) 「顧客本位・金融教育・ナッジで促す家計の資産形成」『大和総研調査季報』2020年春号 (Vol.38)
- ・ 吉井一洋 (2017) 「個人のバランスシートの構成変化と影響を与えたと思われる政策」『資産の形成・円滑な世代間移転と税制の関係に関する研究会』中間報告書、pp.22-25、資産の形成・円滑な世代間移転と税制の関係に関する研究会

(※) 本稿の作成に当たり、日本証券業協会調査部より「証券投資に関する全国調査（個人調査）」の匿名個票データの提供を受けた。記して感謝したい。もちろん、本稿における誤りは筆者らに属する。

【著者】

坂口 純也 (さかぐち じゅんや)



金融調査部  
金融調査課  
研究員  
担当は、金融・資本市場

藤原 翼 (ふじわら つばさ)



金融調査部  
金融調査課  
研究員  
担当は、金融・資本市場