

新 NISA の施行前後で個人のリスク資産 保有比率の決定要因は変化したのか？

竹村敏彦・神津多可思・武田浩一・末廣徹



文部科学大臣認定 共同利用・共同研究拠点

関西大学ソシオネットワーク戦略研究機構

Research Institute for Socionetwork Strategies,
Kansai University

Joint Usage / Research Center, MEXT, Japan

Suita, Osaka, 564-8680, Japan

URL: <https://www.kansai-u.ac.jp/riss/index.html>

e-mail: riss@ml.kandai.jp

tel. 06-6368-1228

fax. 06-6330-3304

新 NISA の施行前後で個人のリスク資産保有比率の決定要因は 変化したのか？*

竹村敏彦[†] 神津多可思[‡] 武田浩一[§] 末廣徹^{**}

概要

本研究では、2023 年 9 月と 2024 年 3 月にわれわれが実施したアンケート調査によって収集した個票データを用いて、個人のリスク資産保有比率の決定要因はどのようなものなのか、また新 NISA 施行の前後で、それらの要因の影響が変化したのかなどを検証している。分析の結果、リスク資産保有比率と基本的な属性である収入、金融資産、投資リスク許容度、金融リテラシーの間には理論が想定する関係が見られ、それは観測期間を通じた安定した傾向があることを確認できた。また、新 NISA をきっかけとして情報収集源、特に「ソーシャルメディア」と「ChatGPT や Bard などの生成 AI」への個人の評価が変わったのではないかということが示唆された。

キーワード：リスク資産保有比率、新 NISA、投資リスク許容度、金融リテラシー

* 本研究は、独立行政法人日本学術振興会の科研費（# 24K04970）の助成を得て行った研究成果である。

[†] 城西大学経済学部 教授

関西大学ソシオネットワーク戦略研究機構 ネットワーク分析ユニット研究員

E-mail: tkmrtskh@josai.ac.jp

[‡] 関西大学ソシオネットワーク戦略研究機構 ネットワーク分析ユニット非常勤研究員

公益社団法人日本証券アナリスト協会 専務理事

E-mail: t-kozu@saa.or.jp

[§] 法政大学経済学部 教授

E-mail: ktakeda@hosei.ac.jp

^{**} 大和証券株式会社エクイティ調査部チーフエコノミスト

E-mail: toru.suehiro@daiwa.co.jp

Have the Determinants of Individuals' Risk Asset Holding Ratios Changed before and after the Implementation of the New NISA?*

TAKEMURA Toshihiko[†], KOZU Takashi[‡], TAKEDA Koichi[§], SUEHIRO Toru^{**}

Abstract

In this article, by using micro data collected from the surveys which we conducted in September 2023 and March 2024, we analyze the determinants of an individual's risk asset holding ratio, and whether the impact of these factors changed before and after the implementation of the new NISA. The analysis confirmed that we have relationships between risk asset holding ratio and the basic attributes such as income, total assets, investment risk tolerance, and financial literacy, which the theory assumed, and these results were stable trend over the observed period. It was also suggested that the new NISA may have changed individuals' assessment of information gathering sources, particularly "social media" and "generated AI such as ChatGPT and Bard".

Keywords: Risk asset holding ratio, the new NISA, the investment risk tolerance, financial literacy

* This work was supported by Japan Society for the Promotion of Science: Grant-in-Aid for Scientific Research (C)(24K04970).

[†] Professor, Faculty of Economics, Josai University

Researcher, The Research Institute for Socionetwork Strategies, Kansai University

E-mail: tkmrtsk@josai.ac.jp

Corresponding author

[‡] Adjunct Researcher, The Research Institute for Socionetwork Strategies, Kansai University

President and CEO, Securities Analysts Association of Japan

E-mail: t-kozu@saa.or.jp

[§] Professor, Faculty of Economics, Hosei University

E-mail: ktakeda@hosei.ac.jp

^{**} Chief Economist, Daiwa Securities Co. Ltd.

E-mail: toru.suehiro@daiwa.co.jp

1. はじめに

2024 年 1 月より（当時の）岸田政権が掲げた「新しい資本主義」の実現を目指す取組みの一つである「資産所得倍増プラン」の柱として、新 NISA（少額投資非課税制度）がスタートした。新 NISA は、一般 NISA とつみたて NISA を統合し、非課税期間を無期限化、保有限度額を拡大した制度であり、家計の安定的な資産形成を促進し、成長資金の供給を拡大することを目的としている。

図 1 には（新）NISA 口座数（単位：万口座）ならびに（新）NISA 買付額（単位：兆円）の推移を表したものである¹。旧 NISA がスタートした 2014 年 1 月時点と比較すると、2024 年 12 月（速報値）時点での口座数は約 5 倍となっている。また、2023 年 12 月時点と比較しても約 1.4 倍となっている。さらに、買付額を見ても旧 NISA のスタート時点である 2014 年 1 月から右肩上がりに増えている。これらのことから、新 NISA は注目を集め、期待・関心が寄せられ、その結果、新 NISA が人々の投資拡大を後押ししていることがうかがえる。その理由として、新 NISA の詳細が決まって以降、株価が堅調に推移したことや円安の動きが続いたこと、新 NISA 取扱い金融機関による広報活動、各種メディアでも取り上げられたことなどが考えられる。

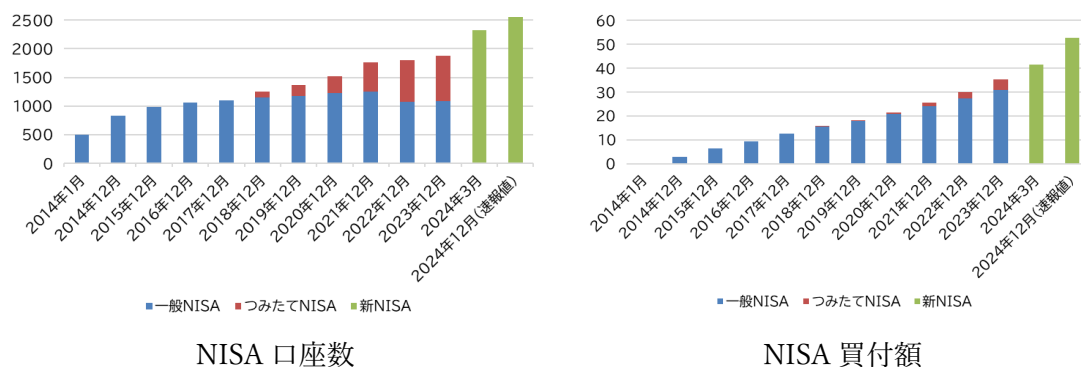
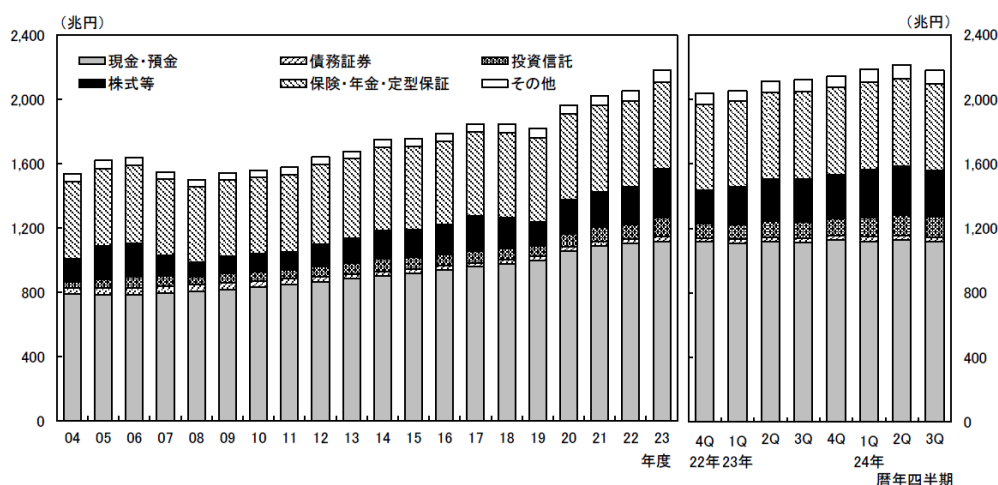


図 1： NISA の推移

日本銀行の「2024 年第 3 四半期の資金循環（速報）」によれば、2024 年 6 月末時点の家計の金融資産は前年同期比で 4.6%増えて 2,212 兆円となり、3 月末（2,186 兆円）を上回り、6 四半期連続で過去最高を更新した。このことは、新 NISA のスタートが家計の金融資産額を増加させることに寄与したのではないかと考えられる。しかしながら、家計の金融資産の内訳（図 2）を見てみると、以前（2024 年第 1 四半期以前）と大きな変化があることは見てとれない（金融資産における現預金比率が高い水準を保ったままである）。つまり、新 NISA が家計の金融資産を貯蓄から投資にシフトさせたかどうかと問われると、その効

¹ 金融庁「(NISA 口座の) 利用状況調査」<<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/survey/>>より作成した。



(出所) 日本銀行「2024 年第 3 四半期の資金循環 (速報)」¹

図 2：家計の金融資産

果はまだ限定的であると思われる²。

この日本の家計の金融資産に占める預貯金の割合の高さは何に起因するのか、それを明らかにするには、日本の個人投資家のリスク資産の選択がどのような要因によって決定されるのかについての理論的、実証的な解明が不可欠であり、様々な視点から決定要因についての研究が行われてきた³。しかしながら、このリサーチクエスト、特に日本の個人（投資家）に関する回答はコンセンサスの取れたものはまだない。

一般的に、個人の金融商品の選択（リスク資産保有比率）は、年齢や教育といった個人属性、所得額や金融資産額といった経済要因が主要な決定要因とされてきた。本研究においても、われわれが 2023 年 9 月と 2024 年 3 月に実施したアンケート調査によって収集された個票データを用いて、標準的な理論に基づいたこれらの決定要因がリスク資産保有比率に影響を与えるか否かの検証を行う。また、ちょうどこの 2 つの調査が行われた期間に上述した新 NISA がスタートしており、新 NISA の実施前後でこれらの要因の影響が異なるか否かについてもあわせて検証を行う。これらの検証を行うことで、安心して、日本の個人投資家のリスク資産の選択ができる環境の整備に資する情報を提供したい。

本研究の構成は以下の通りである。第 2 節ではリスク資産保有比率と関連する要因についての関連研究を紹介する。第 3 節では、本研究で検証する仮説を示すとともに、2 つのアンケート調査の概要ならびに本研究において分析に用いる変数などの単純集計などを示す。第 4 節では、

² 新 NISA スタートによる個人の投資に対する姿勢（新 NISA に対する選好）について、その個人の属性分析を行って研究として末廣他（2024）がある。分析の結果、旧 NISA の口座を開設している人に対して新 NISA の制度について宣伝したとしても、追加的な投資ニーズにつながる可能性は低い、旧 NISA 口座を開設していない人に対して丁寧に説明することは裾野の拡大に寄与する可能性が高いことを指摘している。

³ 福原（2016）は、日米の家計におけるリスク資産保有に関する論点整理を行っている。

Torbit 分析の結果を示して、分析結果の考察を行う。最後に、第 5 節にて本研究のまとめならびに今後の研究の展望を与える。

2. 関連研究

一般的に、個人のリスク資産の選択は、年齢や教育といった個人属性、所得額や金融資産額といった経済要因が主要な決定要因とされてきた。さらに、近年の研究では標準的な金融理論で提示されているリスク回避度や行動経済学・行動ファイナンスで提示されている自信過剰や同調効果といった心理的要因にも影響されることが明らかにされている。本研究においては、標準的な理論に基づいた家計や個人（投資家）のリスク資産保有比率に関する研究について紹介していく。

リスク資産保有比率に影響を与える投資家の基本属性（デモグラフィック属性）として、「年収（所得）」「総資産」「年齢」「居住地域」等が挙げられる。その中で、年収や総資産とリスク資産保有比率の間にはプラスの関係があることが多くの研究で示されている。例えば、中川・片桐（1999）は、日本の家計のリスク資産への投資の消極的姿勢は所得環境悪化に伴う予備的貯蓄動機の高まりが1つの要因であると指摘している。また、木成・筒井（2009）は、リスク資産保有における取引費用の高さから、低所得の家計ではリスク資産を保有しない可能性があることを指摘している。

年齢とリスク資産保有比率の間に関係があることは認められているものの、それが正の関係なのか、負の関係なのかについては様々な意見がある。金融資産残高を一定として、若年層ほど生涯所得のうち安定的な労働所得の割合が高くなるため、金融資産に占めるリスク資産比率を引き上げることができることや、若年層は高齢者に比べると将来の期待労働所得が高いため、株式等リスク資産への投資金額を大きくすると考えることができる。これらのことを論拠として、年齢がリスク資産保有比率を引き下げる要因であると主張するものもある。一方で、最低生活水準の確保という観点から考えると、将来の最低生活水準の現在価値は投資ホライズンの長い個人の方が大きく、長期の投資家（若年層）ほど最低生活水準を確保するためより保守的な（安全資産への）投資を行うようになるということを論拠として、年齢がリスク資産保有比率を引き上げる要因であると主張するものである。実証的には、山下・中村（2013）は年齢が上がるにつれて株式保有金額が増加していることを示しており、退職後もその金額が大幅に減ることはないことを指摘している。年齢とリスク資産保有比率に関する議論の中で、年齢がリスク資産保有比率を高めるという主張を支持する実証研究が比較的多い。

リスク許容度とリスク資産保有比率との関係を明らかにしている研究として、木成・筒井（2009）や北村・中嶋（2010）、竹村他（2024）をはじめとして様々な研究が存在する。リスク許容度を測定する方法もいくつもあり、木成・筒井（2009）は、アンケート調査において労働報酬の支払い方法に関する質問を用いてリスク回避的なグループからリスク許容的なグ

グループに分類し、相対的危険許容度一定型の効用関数の仮定の下で、グループ間の相対的危険許容度の閾値を計算して分析に用いている。また、北村・中嶋 (2010)は、アンケート調査においてくじの価格付けの質問を用いて、その付けた価格とくじの期待値との比率によってリスク許容度を算出している。竹村他 (2024)では、アンケート調査において投資に関する考え方として投資リスクの許容度を分析に用いている⁴。そして、いずれの研究においてもリスク許容度が高い人ほど、資産保有比率も高くなることを確認している。

金融リテラシーや金融知識とリスク資産保有比率との関係を明らかにしようとしている研究の蓄積も近年進んできている⁵。個人投資家の株式市場への参加の影響要因について、Kadoya et al. (2017)は、複利、貨幣錯覚や債券価格と利子率の関係などに関する知識を測る金融リテラシー指標を用いて分析を試みている。彼らの結果は、個人の年齢、性別や教育程度などのデモグラフィックおよびトラストなどの心理特性の諸変数をコントロールした上で、金融リテラシー指標は日本個人投資家の株式保有と正の関係にあることを示している。また、馮他 (2017)は、日本人の金融資産全般の保有行動の影響要因を分析している。その結果、個人の金融リテラシーは危険資産保有比率を高め、そして十分な金融リテラシーを持っていない投資家は株式、投資信託などの危険資産の保有を控えていることを示している。さらに、藤木 (2019)は、2016年に金融広報中央委員会が行った「金融リテラシー調査」の個票データを用いてリスク資産保有比率と金融リテラシーの関係などについて分析を行っている。その結果、金融リテラシー指数が高い値をとる人は、金融商品の商品性への理解が高い人である確率が高く、株式、投資信託、外貨預金・外貨 MMF を購入した経験がない人である確率が低いことを明らかにしている。

株式投資等を行う場合、個人は様々な情報にアクセスできるようになっているものの、それと同時に膨大な情報の中から適切な情報を取捨選択する必要がある。また、それらの情報の正確性・精度はそれらの情報源によって異なり、どの情報源から情報を得るかということとリスク資産保有比率の関係を探る研究もいくつかある。野方・竹村 (2017)では、投資の際に参考とする情報源がリスク資産保有比率に与える影響を分析しており、証券会社やアナリストからの情報を利用していることがリスク資産保有比率を高めることにつながっていること等を明らかにしている。加えて、顔他 (2019)では、身近な非専門家（家族、友人や知人等）からの情報を参考にする人は株式、投資信託といったリスク資産を保有しない傾向があることを指摘している。なお、藤木 (2019)は、金融リテラシー指数と家計の金融

⁴ 竹村他 (2024)では、本研究における「投資リスク許容度」は「投資に関する考え方」として分析に用いている。この他にも、竹村他 (2024)では、北村・中嶋 (2010)と同様に、アンケートにおいて、くじの価格付けと（盗難）保険の価格付けの質問を用いて、リスク回避度の測定を行っている。そして、前者と後者のリスク資産保有比率に与える影響が異なることなどを指摘している。

⁵ 山口 (2017) は日米の調査データから、日本の家計は「金融リテラシーが低いから『貯蓄から投資へ』と進まない」のではなく、むしろ因果関係は逆で「投資経験が少ないから金融リテラシーが低い」と理解すべきだと主張している。

商品を選択する際の情報入手先の選択にみられる相関関係からは、金融機関店舗における顧客対応へのヒントが得られる可能性があることを指摘している。竹村他（2024）は、参考にする情報源のいくつか（例えば、ウェブサイトやソーシャルネットメディア、マスメディアなど）が一律にリスク資産保有に影響を与えていることを確認している。

居住地域についてもリスク資産保有に影響する可能性が指摘されている（家森, 2014; 野方・竹村, 2017; 竹村他, 2024）。例えば、家森（2014）は株式等のリスク資産保有比率について、関東や近畿に比べると他の地域の当該比率が低い傾向にあることを報告している。これは、居住する地域における金融機関数の多寡により、その地域に居住する個人は、証券会社や銀行の窓口で資産運用に関する相談の機会や投資セミナー等の金融教育を受ける機会も異なる（都市部ではアクセス可能な投資情報量が増える）との考えによるものである。

3. フレームワーク

3.1 仮説

本研究では、第2節で紹介した関連研究をもとに、「2023年9月調査」と「2024年3月調査」によって収集された個票データを用いて、以下の7つ仮説を立て、これらを検証することとした。これらは一般的に理論において想定されている内容となっている。なお、仮説3については近年支持されている内容とした。

仮説1：収入が高い人ほど、リスク資産保有比率も高い傾向にある。

仮説2：金融資産額が高い人ほど、リスク資産保有比率も高い傾向にある。

仮説3：年齢が上がるほど、リスク資産保有比率も高い傾向にある。

仮説4：リスク許容度が高いほど、リスク資産保有比率も高い傾向にある。

仮説5：金融リテラシーが高い個人ほど、リスク資産保有比率も高い傾向にある。

仮説6：情報の利用とリスク資産保有比率の間には関係がある。

仮説7：居住地域によって、リスク資産保有比率が異なる。

また、これらの仮説を「2023年9月調査」と「2024年3月調査」によって収集された個票データでもって検証を行うと同時に、2つの調査の間で変化があったか否かの検証も行う。

「2023年9月調査」が実施された後、2024年1月より新NISAが開始された（「2024年3月調査」は新NISAが開始された後に実施されている）。新NISAは、旧NISAから制度が改正され、使い勝手が良くなり、資産形成を後押しする制度となっている⁶。本研究では、これを受けて、リスク資産保有比率の決定要因が変化しているか否かを検証する。

⁶ 金融庁「NISAを知る」<<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/know/index.html>>

3.2 アンケート調査概要

本研究では、2023年9月にインターネットアンケート形式で実施した調査（「2023年度金融行動調査（1）」（以下、「2023年3月調査」と称する）と2024年3月に実施した調査（「2023年度金融行動調査（2）」（以下、「2024年3月調査」と称する）の結果（個票データ）を用いた分析を行う。

「2023年9月調査」と「2024年3月調査」は、いずれも個人の金融行動や行動意識を把握することを目的として実施されたものであり、調査対象者は自立した収入源を持つ「20歳以上の男女（日本人）」である。いずれの調査も、株式会社マクロミルが保有するモニター2万人に対して予備調査を実施し、その中から条件を満たす1,030人を対象に実施されたものである。なお、世代間の比較を考慮して、年齢層別（20代、30代、40代、50代、60歳以上）に同数（等サンプル）の割付を行っている。調査内容としては、性別、年齢、居住地域、年収、保有資産等の基本属性に加えて、個人の金融行動や行動意識、金融リテラシー、行動経済学・行動ファイナンスで用いられる指標等に関する質問等があり、その内容は多岐にわたっている。表1は回答者のデモグラフィック属性をまとめたものである。

表1を見てわかるように、2つの調査間で大きなデモグラフィック属性の分布の変化（違い）は確認できない。

表1：回答者のデモグラフィック属性

		2023年9月調査		2024年3月調査	
		#	%	#	%
性別	男性	608	59.0%	659	64.0%
	女性	422	41.0%	371	36.0%
学歴	大卒・大学院修了	593	57.6%	607	58.9%
	その他	437	42.4%	423	41.1%
居住地域	北海道・東北地方	86	8.3%	111	10.8%
	関東地方	407	39.5%	382	37.1%
	中部地方	175	17.0%	188	18.3%
	近畿地方	196	19.0%	195	18.9%
	中国・四国地方	86	8.3%	80	7.8%
	九州地方	80	7.8%	74	7.2%
年収	50万円未満	70	6.8%	80	7.8%
	50～100万円未満	60	5.8%	50	4.9%
	100～200万円未満	81	7.9%	75	7.3%
	200～300万円未満	150	14.6%	133	12.9%
	300～500万円未満	274	26.6%	302	29.3%
	500～700万円未満	177	17.2%	202	19.6%
	700～1000万円未満	99	9.6%	119	11.6%
	1000～1500万円未満	41	4.0%	49	4.8%
	1500万円以上	18	1.7%	20	1.9%
	(未回答)	60	5.8%		
金融資産	100万円未満	253	24.6%	250	24.3%
	100～500万円未満	249	24.2%	262	25.4%
	500～1000万円未満	167	16.2%	146	14.2%
	1000～3000万円未満	184	17.9%	197	19.1%
	3000万円以上	177	17.2%	175	17.0%

以下、簡単ではあるが、本研究で用いる変数についての紹介を行っていく。

3.3 変数の定義・データ加工

(1) リスク資産保有比率

「2023 年 9 月調査」と「2024 年 3 月調査」では、図 3 のように、回答者に自身のおおよその資産の割合を回答してもらっている。この質問に対する回答から、竹村他（2024）と同様に、リスク資産を 3 つのパターンに分類を行った。具体的には、リスク資産を「株式投資」だけで定義するもの、「株式投資と国内債券・外国債券」と定義するもの、さらに「株式投資と国内債券・外国債券、その他の投資信託（株式型投信、バランス型投信等）」で定義するもの、を考える。これらの総資産に占める割合を順に「リスク資産保有比率 1」「リスク資産保有比率 2」「リスク資産保有比率 3」と本研究では呼ぶこととする。狭義なリスク資産保有比率が「リスク資産保有比率 1」であり、より広義のリスク資産保有比率が「リスク資産保有比率 3」となる。

あなたの資産全体における金融資産や不動産の大体の割合をお答えください。
※合計が100%になるようご記入ください。

1. 普通預金【 】%
2. 定期預金【 】%
3. 外貨預金（※日本円を米ドルやユーロなどの外国通貨（外貨）に交換し、外貨で預け入れる預金）【 】%
4. 国内債券（※日本国内の国や地方公共団体、企業などが、投資家からお金を借りるために発行する有価証券）【 】%
5. 外国債券（※外国の政府や団体、企業などが発行する債券や外貨建てで発行される債券）【 】%
6. （円貨建て）公社債型投資信託（MMF、MRF、中期国債ファンドなど）【 】%
7. その他の円貨建ての投資信託（株式型投信、バランス型投信など）【 】%
8. 外国通貨建ての投資信託【 】%
9. 暗号資産（ビットコイン、NEM、イーサリアムなど）（※実体（物体）を持たず、オンライン上で経済活動を行うことができるもの）【 】%
10. 株式【 】%
11. 外国為替（外国為替証拠金取引（FX）を含む）【 】%
12. 商品先物【 】%
13. 投資用不動産【 】%
14. その他【【SC2_14FAの選択内容】】【 】%

図3：質問（資産の割合）

図 4 はそれぞれのリスク資産保有比率の分布を示している。リスク資産保有比率の 3 パターンすべてについて、0～20%としている人が多い。このことは、昔から指摘されてきた日本の投資家の安全資産保有傾向を分析した研究結果（中川・片桐, 1999 等）とも整合的である。いずれの調査においても、リスク資産保有比率 1（株式投資）の結果をみると、80%程度の個人は、総資産の 0～20%の範囲でしか株式保有を行っておらず、高リスクな金融商品への投資に慎重な傾向が顕著に表れているとも見てとれる。一方で、その傾向はその他の投資信託（株式型投信、バランス型投信等）もリスク資産に含めて考えると（リスク資産保有比率 3）、その傾向はわずかながら弱くなっていることが確認できる。また、2 つの調査においてリスク資産保有比率の分布は大きな違いがないことが見てとれる。

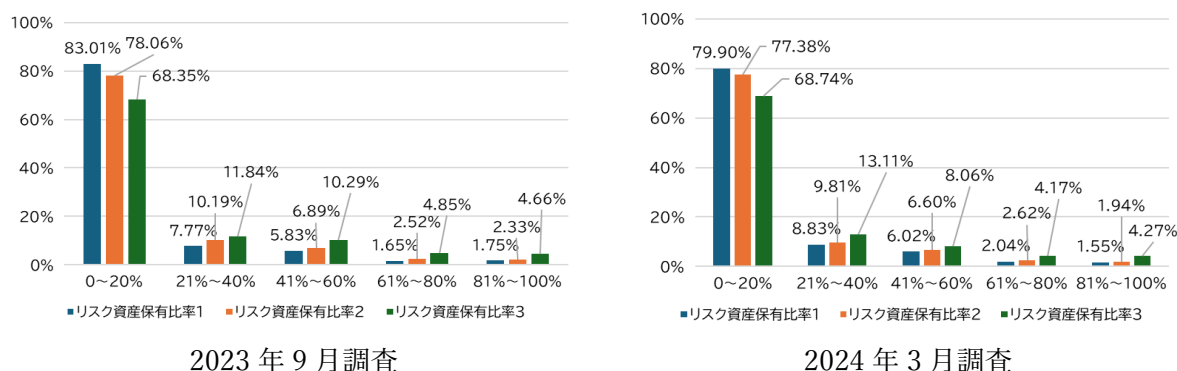


図4：リスク資産保有比率

(2) 投資リスク受容度

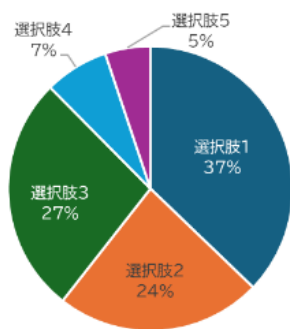
「2023年9月調査」と「2024年3月調査」では、ともに投資の収益とリスクの組合せに対する選好についての質問を行っている（図5）。1つ目の選択肢は、投資リスクをあまり許容できない代わりに投資からの収益もほとんど要求しないものである。2つ目から5つ目の選択肢に関しては、投資リスクを許容する代わりに（リスクの程度に応じた）投資からの収益も要求するというものである。言い換えると、これらの選択肢は「どれだけ投資リスクを受容するか」の程度を問うものである（竹村他, 2024）。それゆえに、この回答は順序性があるものと捉えて分析に用いることとする。

もしあなたの手元にしばらく使わない余裕資金があるとしたら、どのような考え方で投資しますか。
 最も当てはまるものを以下の中から1つだけお選びください。
 ※元本とは、投資や預けたお金のお金のことを言います。
 ※元本保証とは、運用期間すべてにわたり元本の額が減らない（元本割れしない）ことを金融商品に保証することです。

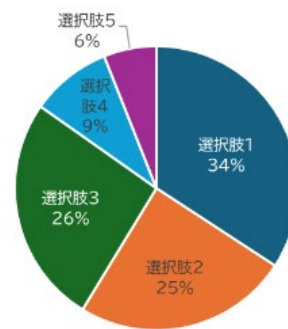
- 1. 換金性が高いことを重視する。または元本保証を重視する
- 2. 収益性は低くても、元本割れとなるリスクが極力小さいことを重視するが、ある程度の元本割れはやむを得ない
- 3. 分配金や利金等を重視した中長期的かつ安定的な運用を望むが、ある程度の元本割れとなるリスクも許容する
- 4. 分配金や利金等を重視するだけでなく、値上がり益も追及するため、相応の元本割れリスクも許容する
- 5. 積極的に値上がり益を追及するため、元本割れとなるリスクが大きくても許容する

図5：質問（投資に対する考え方）

図6は投資リスク許容度の回答者の分布である。図6を見てわかるように、選択肢1（投資リスクをあまり許容できない）を選んだ回答者の割合が「2023年度調査」で37%、「2024年度調査」で34%と最も多く、選択肢5（大きな投資リスクを許容する）を選んだ回答者の割合が「2023年9月調査」で5%、「2024年3月調査」で6%と最も少なくなっている。また2つの調査結果を比較しても、投資リスク許容度の分布に違い（変化）はなかったことが見てとれる。



2023 年 9 月調査



2024 年 3 月調査

図 6：投資リスク許容度

(3) 金融リテラシー

本研究では、「金利が上がったら、通常、債券価格はどうなるでしょうか」等の米国の金融業界監督機構（FINRA; Financial Industry Regulatory Authority）により提唱された金融リテラシーを測定する質問を含む 10 問のクイズを用いて（10 点満点のクイズの正解数をもって）、金融リテラシーを測っている（武田他, 2024）。図 7 はその金融リテラシーの分布を表している。

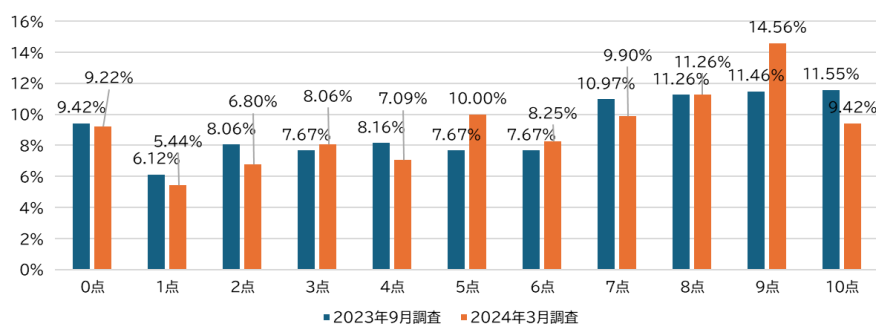


図 7：金融リテラシー

「2023 年 9 月調査」を用いて算出されたクイズの正答数の平均値は 5.48 点（中央値は 6 点）、「2024 年 3 月調査」のクイズの正答数の平均値は 5.56 点（中央値は 6 点）となり、金融リテラシーに関しても 2 つの調査で大きな分布の違い（変化）は確認されなかった。

(4) 情報収集源

株式投資等を行う場合、個人は様々な情報にアクセスできるようになっているものの、それと同時に膨大な情報の中から適切な情報を取捨選択する必要性があり、また、それらの情

報の正確性・精度はそれらの情報源によって異なる。野方・竹村（2017）では、投資の際に参考とする情報源がリスク資産保有比率に与える影響を分析しており、証券会社やアナリストからの情報を利用していることがリスク資産保有比率を高めることにつながっていること等を明らかにしている。また、顔他（2019）では、身近な非専門家（家族、友人や知人等）からの情報を参考にする人は株式、投資信託といったリスク資産を保有しない傾向があることを指摘している。

「2023年9月調査」と「2024年3月調査」において、金融広報中央委員会の「金融リテラシー調査」⁷にある質問に倣い、株式投資等を行う際、主にどのような機会 で知識・情報を得ているかを質問している。選択肢としては、9つ（「金融機関の窓口での相談（販売員の説明）」「講演会・セミナーへの参加」「専門家・アドバイザーへの相談」「マスメディア（テレビ・ラジオ番組、新聞・雑誌等）」「ソーシャルメディア（SNSやブログ等）」「ウェブサイト」「家族・友人との会話（クチコミ）」「学校（社会人向けを含む）での授業・講義」「ChatGPTやBard等の生成AI」）を提示し、その中から該当するものを回答者 に選択してもらっている。図8は利用している情報収集源に関する結果である。

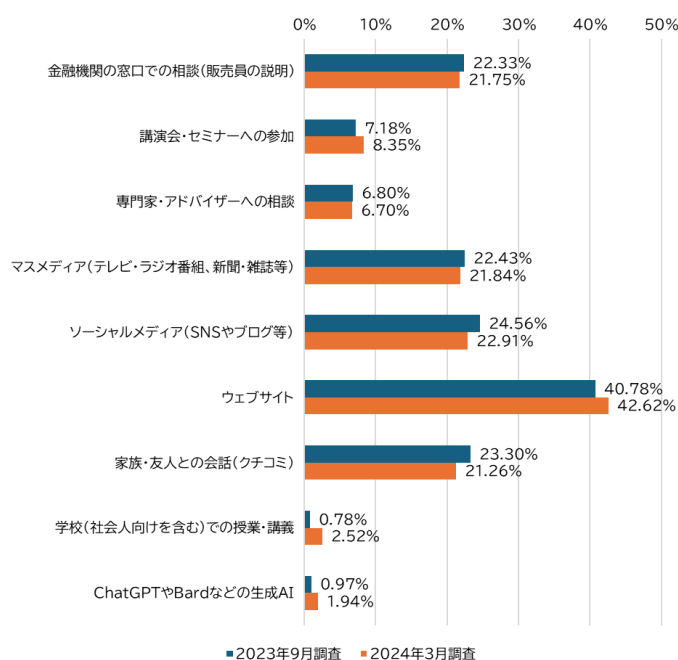


図8：情報の収集源

図8を見てわかるように、最も利用している情報源はウェブサイトであり、ソーシャルメディア、マスメディア、家族・友人との会話と続いている。なお、いずれの調査において

⁷ 金融広報中央委員会「金融リテラシー調査」＜https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/>

も専門家・アドバイザーへの相談と回答している割合は7%程度に留まっている。このことから、専門的な知識が必要とされる投資等において、専門家等を利用するよりも、インターネットから情報を収集しているケースが多いことがうかがえる。また、「2023年9月調査」よりも「2024年3月調査」において「講演会・セミナーへの参加」「ウェブサイト」「学校での授業・講義」ならびに「ChatGPT や Bard などの生成 AI」の利用割合が増えている。特に、「学校での授業・講義」ならびに「ChatGPT や Bard などの生成 AI」の利用割合が大きく増えていることがわかる。なお、情報源は利用していれば1、利用していなければ0を付与するダミー変数として分析に用いる。

(5) その他の変数

本研究における分析では、上記で取り上げた3つの変数の他に、回答者の基本属性である「年齢」、「年収」（9カテゴリ）、「金融資産」（5カテゴリ）、「居住地域」（6カテゴリ）を用いる（表1）⁸。なお、「年収」と「金融資産」はカテゴリ変数として、また「居住地域」は「関東地方」をベースとしたダミー変数として扱う。

4. 分析

4.1 Tobit 回帰分析

本節では個人のリスク資産保有比率への影響要因を分析するために、Tobit 分析を採用する。Tobit 分析を採用する理由は、被説明変数となるリスク資産保有比率が0%～100%の限られた範囲の値しかとらない打ち切り（censored）データであるためである。なお、統計ソフトウェアとしてはR version 4.4.2を用いた。

4.2 分析結果

表3と表4は、それぞれ「2023年9月調査」と「2024年3月」によって収集された個票データを用いて、被説明変数を「リスク資産保有比率1」から「リスク資産保有比率3」としたTobit分析の結果をまとめたものである。

まず、表3（「2023年9月調査」）を見てわかるように、いずれのリスク資産保有比率に共通して「年収」「金融資産」「投資リスク受容度」「金融リテラシー（10問）」「講演会・セミナーへの参加」「ウェブサイト」「中国地方・四国地方」の係数が統計的に有意となってい

⁸ 表1の「年収」で「未回答」を選択した回答者については、本研究では分析には含めていない。

表 3：分析結果 1（「2023 年 9 月調査」）

		リスク資産保有比率1		リスク資産保有比率2		リスク資産保有比率3	
		Estimate	z value	Estimate	z value	Estimate	z value
年収		2.085	2.942 ***	2.145	2.967 ***	1.632	2.279 **
金融資産		7.225	5.981 ***	9.611	7.756 ***	9.681	7.901 ***
年齢		0.176	1.356	0.113	0.855	0.134	1.030
投資リスク許容度		9.134	7.123 ***	8.111	6.210 ***	10.923	8.376 ***
金融リテラシー(10問)		2.201	3.859 ***	1.765	3.053 ***	2.827	4.912 ***
情報 収 集 源	金融機関の窓口での相談	-0.475	-0.129	-0.034	-0.009	2.021	0.549
	講演会・セミナーへの参加	12.367	2.374 **	17.780	3.380 ***	19.054	3.582 ***
	専門家・アドバイザーへの相談	-8.561	-1.368	7.760	1.335	5.236	0.899
	マスメディア	4.987	1.468	6.896	1.985 **	7.125	2.054 **
	ソーシャルメディア	5.512	1.591	5.224	1.471	7.222	2.044 **
	ウェブサイト	10.702	3.282 ***	11.073	3.317 ***	9.969	3.013 ***
	家族・有りと会話(クチコミ)	3.664	1.059	-0.064	-0.018	0.489	0.139
	学校での授業・講義	16.410	1.043	13.809	0.838	5.922	0.350
居 住 地 域	ChatGPTやBardなどの生成AI	1.529	0.115	-5.107	-0.371	-10.148	-0.725
	北海道・東北地方	-6.508	-1.168	-4.689	-0.833	-1.854	-0.338
	中部地方	-3.375	-0.808	-1.728	-0.409	-3.409	-0.808
	近畿地方	0.350	0.091	0.683	0.173	-1.122	-0.283
	中国地方・四国地方	-11.641	-1.871 *	-17.669	-2.711 ***	-16.740	-2.690 ***
	九州地方	-11.630	-1.870 *	-12.516	-1.989 **	-9.710	-1.595
	Log-likelihood	-2114.451		-2300.070		-2666.646	
Signif. codes: '***' 0.01 '**' 0.05 '*' 0.1 '.' 1							

表 4：分析結果 2（「2024 年 3 月調査」）

		リスク資産保有比率1		リスク資産保有比率2		リスク資産保有比率3	
		Estimate	z value	Estimate	z value	Estimate	z value
年収		2.795	3.116 ***	2.819	3.126 ***	1.620	1.846 *
金融資産		9.015	7.386 ***	10.564	8.505 ***	10.599	8.708 ***
年齢		-0.104	-0.852	-0.140	-1.132	-0.155	-1.274
投資リスク許容度		5.621	4.483 ***	5.041	3.980 ***	6.669	5.327 ***
金融リテラシー(10問)		1.877	3.435 ***	1.699	3.093 ***	2.718	4.978 ***
情報 収 集 源	金融機関の窓口での相談	-5.832	-1.564	-5.117	-1.371	0.462	0.128
	講演会・セミナーへの参加	15.497	3.239 ***	14.679	3.016 ***	9.238	1.871 *
	専門家・アドバイザーへの相談	9.138	1.706 *	8.254	1.517	3.641	0.661
	マスメディア	-0.360	-0.106	-0.511	-0.148	5.841	1.712 *
	ソーシャルメディア	10.753	3.187 ***	10.936	3.197 ***	9.972	2.928 ***
	ウェブサイト	15.116	4.827 ***	14.297	4.521 ***	11.372	3.643 ***
	家族・有りと会話(クチコミ)	0.196	0.056	-0.371	-0.105	0.442	0.127
	学校での授業・講義	7.334	0.797	6.126	0.650	10.938	1.204
	ChatGPTやBardなどの生成AI	19.192	2.090 **	20.796	2.234 **	18.133	1.903 *
居 住 地 域	北海道・東北地方	-7.997	-1.523	-8.829	-1.662 *	-10.516	-2.027 **
	中部地方	2.741	0.684	2.191	0.539	-3.658	-0.898
	近畿地方	-2.047	-0.510	-1.724	-0.426	1.116	0.281
	中国地方・四国地方	2.064	0.358	2.053	0.353	-5.971	-1.014
	九州地方	-9.315	-1.541	-7.442	-1.232	-6.855	-1.163
Log-likelihood		-2138.844		-2248.939		-2677.592	
Signif. codes: '***' 0.01 '**' 0.05 '*' 0.1 '.' 1							

る。これに加えて、個別に、「リスク資産保有比率 1」（株式／資産総額）では「九州地方」、
「リスク資産保有比率 2」（（株式＋国内債券＋外国債券）／資産総額）では「マスメディア」
「九州地方」、「リスク資産保有比率 3」（（株式＋国内債券＋外国債券＋その他の投資信託（株
式型投信，バランス型投信等））／資産総額）では「マスメディア」「ソーシャルメディア」

の係数がそれぞれ統計的に有意となっている。これ以外の係数についてはいずれも統計的に有意とはなっていない。統計的に有意となった係数の中で、「中国地方・四国地方」「九州地方」の係数の符号はマイナスの値、それ以外の係数の符号はいずれもプラスの値をとっている。

続いて、表 4（「2023 年 9 月調査」）を見てわかるように、いずれのリスク資産保有比率に共通して「年収」「金融資産」「投資リスク受容度」「金融リテラシー（10 問）」「講演会・セミナーへの参加」「ソーシャルメディア」「ウェブサイト」「ChatGPT や Bard などの生成 AI」の係数が統計的に有意となっている。これに加えて、個別に、「リスク資産保有比率 1」では「専門家・アドバイザーへの相談」、「リスク資産保有比率 2」では「北海道・東北地方」、「リスク資産保有比率 3」では「マスメディア」「北海道・東北地方」の係数がそれぞれ統計的に有意となっている。これ以外の係数についてはいずれも統計的に有意とはなっていない。統計的に有意となった係数の中で、「北海道・東北地方」の係数の符号はマイナスの値、それ以外の係数の符号はいずれもプラスの値をとっている。

4.3 考察

ここでは、第 4.2 節の分析結果の考察を行っていく。まず、表 3（「2023 年 9 月調査」）において、いずれのリスク資産保有比率を考えても、仮説 1 と仮説 2、仮説 4、仮説 5 は支持されることがわかった。また、仮説 6 と仮説 7 に関しても情報源や居住地域のいくつかの変数において支持された。しかしながら、仮説 3 についてはいずれの危険資産保有比率を考えても支持されることはなかった。なお、仮説 3 について、本研究の結果はリスク資産保有比率と年齢の関係がないことがわかり、既存研究で議論されているようなプラスの関係やマイナスの関係は確認されなかった。この傾向は表 4（「2024 年 3 月調査」）においても確認された。つまり、新 NISA の開始前後でこの傾向は大きく変わることはなかったこと、つまりリスク資産保有比率と収入、金融資産、投資リスク許容度、金融リテラシーの間には、観測期間を通じた安定した傾向があることを確認できた。

次に、情報収集源に関して、「2023 年 9 月調査」と「2024 年 3 月調査」に共通して「講演会・セミナーへの参加」と「ウェブサイト」の係数が統計的にプラスに有意となっており、これらから情報収集している個人は、そうでない個人よりもいずれのリスク資産保有比率においても高くなる傾向にあることがわかった。また、「2023 年 9 月調査」では「マスメディア」の係数が「リスク資産保有比率 2」と「リスク資産保有比率 3」で、「ソーシャルメディア」の係数が「リスク資産保有比率 3」で統計的にプラスに有意となっている一方で、「金融機関の窓口での相談」や「専門家・アドバイザーへの相談」「家族・友人との会話（クチコミ）」「学校での授業・講義」「ChatGPT や Bard などの生成 AI」などの係数はいずれのリスク資産保有比率においても関係が確認されなかった。しかしながら、「2024 年 3 月調査」ではリスク資産保有比率のタイプを問わず、「ソーシャルメディア」と「ChatGPT や Bard

などの生成 AI」などの係数が統計的にプラスに有意となっている。加えて、リスク資産保有比率 1 においては「専門家・アドバイザーへの相談」、リスク資産保有比率 3 においては「マスメディア」の係数がそれぞれ統計的にプラスに有意となっている。これらの結果から、「2023 年 9 月調査」と「2024 年 3 月調査」の間で、リスク資産などへの投資の際に利用する情報源の一部が変化したことがわかった。確証的なことではないが、新 NISA をきっかけとして情報収集源、特に「ソーシャルメディア」と「ChatGPT や Bard などの生成 AI」への個人の評価が変わったのではないかということが示唆される。なお、このことについては更なる分析が必要であり、今後の課題としたい。

本研究で取り上げた情報源の全てではないが、いくつかの情報源を利用することで、リスク資産保有比率を高めることにつながる。このことは、これらの情報源に投資に関する適切な情報を提供することで、積極的なリスク資産への投資が進むことが考えられる。しかしながら、適切な情報を提供する機会が多いと思われる「金融機関の窓口での相談」「専門家・アドバイザーへの相談」「学校での授業・講義」がいずれも有意となっていない。特に、利用割合が 20%を超えている「金融機関の窓口での相談」（図 8）については、個人がリスク資産への投資に繋がっていないことを考えると、内容等について考える必要があるかも知れない。また、2024 年 3 月時点で利用割合が 2%を超えた「学校での授業・講義」についても今後リスク資産保有比率に影響を与えるようになることを期待したい。金融リテラシーのリスク資産保有比率に与える影響も踏まえると、金融知識や金融リテラシーの向上に資する 2024 年 4 月に設立された金融経済教育推進機構（J-FLEC）⁹などが今後になっていく役割も大きくなっていくと考えられる。

居住地域に関して、「2023 年 9 月調査」では「中国地方・四国地方」の係数がいずれのリスク資産保有比率においてマイナスに有意となっており、「九州地方」の係数は「リスク資産保有比率 1」と「リスク資産保有比率 2」においてマイナスに有意となっている。このことから、中国・四国・九州地方に居住している個人は関東地域に居住している個人よりもリスク資産保有比率が低くなる傾向があることがわかった。しかしながら、この傾向は「2024 年調査」では確認されず、「北海道・東北地方」の係数が「リスク資産保有比率 2」と「リスク資産保有比率 3」においてマイナスに有意となり、「2023 年 9 月調査」の結果とは異なっている。

5. おわりに

本研究では、2023 年 9 月と 2024 年 3 月にわれわれが実施したアンケート調査によって収集した個票データを用いて、個人のリスク資産保有比率の決定要因はどのようなものなのか、また新 NISA 施行の前後で、それらの要因の影響が変化したのかなどを検証した。分

⁹ 金融経済教育推進機構 <<https://www.j-flec.go.jp/>>

析の結果、リスク資産保有比率と基本的な属性である収入、金融資産、投資リスク許容度、金融リテラシーの間には理論が想定する関係が見られ、それは観測期間を通じた安定した傾向があることを確認できた。また、新 NISA をきっかけとして情報収集源、特に「ソーシャルメディア」と「ChatGPT や Bard などの生成 AI」への個人の評価が変わったのではないかということなどが示唆された。

最後に、本研究の今後の展望を述べたい。まず情報収集源について、他の属性との関係等も含め、更なる分析が必要である。また、本研究では特に取り上げなかった行動経済学や認知経済学 (Cognitive Economics) を踏まえた分析も「2023 年 9 月調査」ならびに「2024 年 3 月調査」を用いて行っていきたい。今後、これらの研究を行うことで、(日本の) 個人投資家のリスク資産の選択ができる環境の整備に資する情報を提供していきたい。

参考文献

1. Kadoya, Y., Khan, M. and Rabbani, N. (2017) Does Financial Literacy Affect Stock Market Participation?, Available at SSRN: 3056562<
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3056562>
2. 顔菊馨・近藤隆則・白須洋子・三隅隆司 (2019)「日本の個人投資家のリスク資産投資：金融リテラシーの種類や情報源の違いはどのような影響を与えるのか?」, 経営財務研究, 第 39 巻第 1・2 号, 86-103
3. 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, 第 3 巻, 50-69
4. 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, 第 29 号, 46-65
5. 末廣徹・武田浩一・神津多可思・竹村敏彦 (2024)「新 NISA は追加的な投資ニーズにつながるのか 新 NISA 選好度の属性分析」法政大学比較経済研究所ディスカッションペーパー, No.23-J-001
6. 武田浩一・武田史子・神津多可思・竹村敏彦・末廣徹 (2024)「金融リテラシー・リスクリテラシーと個人の金融資産形成」ICES Discussion Paper Series, No.23-J-002
7. 竹村敏彦・神津多可思・武田浩一・末廣徹 (2024)「行動ファイナンスの視点を踏まえた個人のリスク資産保有比率の決定要因に関する実証分析～2023 年度金融行動調査の結果から～」城西大学経済・経営紀要, 第 42 巻, 31-48
8. 中川忍・片桐智子 (1999)「日本の家計の金融選択行動－日本の家計はなぜリスク資産投資に消極的であるのか?－」, 日本銀行調査月報, 1999 年 11 月号, 79-113

9. 野方大輔・竹村敏彦 (2017)「Web アンケート調査による個人投資家の危険資産保有比率についての分析～個人投資家の利用する情報源を中心として～」, 季刊個人金融, 2017 夏号, 17-24
10. 馮譚・チュアイシリ・パニニー・木成勇介 (2017)「金融資産選択における行動経済学的要因の影響」, 季刊個人金融, 2017 春号, 10-16
11. 福原敏恭 (2016)「日米家計のリスク資産保有に関する論点整理」, 日本銀行レポート・調査論文<https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2016/ron160224a.htm>
12. 藤木裕 (2019)「家計の金融知識と金融資産選択:「金融リテラシー調査」による実証研究」 TCER Working Paper Series, Working Paper J-0200
13. 山口勝業 (2017)「日本人の金融リテラシーはなぜ低いのか?」, 証券アナリストジャーナル, 第 55 巻第 12 号, 26-36
14. 山下貴子・中村隆 (2013)「家計のポートフォリオ選択の動向」, 流通科学大学論集－流通・経営編－, 第 25 巻第 2 号, 49-61
15. 家森信善 (2014)「地域の観点から見た金融行動と金融リテラシー(1)－金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」に基づく予備的考察－」 RIEB Discussion Paper Series, DP2014-J10