

Variety of studies on High-Net-Worth Individuals

MIYAMOTO Hiroyuki

Abstract

This paper summarizes trends in interdisciplinary research on HNWI. Although research on HNWI is sporadic and scarce compared to studies on the poor and general consumers (the masses), it has attracted attention in disciplines such as behavioral finance, private banking services, luxury marketing, and taxation. This paper, therefore, summarizes interdisciplinary research trends on the definition of HNWI, problem setting in HNWI research, survey and analysis methods, and findings on the behavioral characteristics of HNWI, and provides directions for future HNWI research.

富裕層研究の多様性

宮本 弘之

1 はじめに

「富裕層」という言葉は広く普及しており、お金持ちや資産家のことは誰でもイメージすることはできるだろう。しかし、ある人が富裕層であるか否かについて、どのように判断すれば良いかの基準に関する社会的なコンセンサスは存在しない。後述するように、富裕層に関する学術的な研究においても、その定義は多様である。

伝統的な経済学において貧困や格差に関する研究は盛んであるが、貧困層の対極である富裕層に関する研究は散発的である。マーケティングにおいても、ラグジュアリー消費の中核となる富裕層の研究より（お金持ちではないという意味での）一般消費者（大衆）に関する研究の方が圧倒的に多い。

なぜ、富裕層に関する研究が少ないのか？この理由は二つ考えられる。第一に、裕福より貧困の方が社会全体の問題として優先的に対処しなければならない課題だからである。また、企業にとってはラグジュアリー消費よりも大衆の消費の規模が大きく、関わる企業数も圧倒的に多い。すなわち、社会全体や個々の企業の優先順位の観点から富裕層研究よりも一般消費者（大衆）や貧困層の研究が多くなっていると考えられる。第二に、富裕層を研究しようと思っても一般消費者に用いる調査手法では多くの富裕層の情報を得ることが難しいからである。情報の取得や調査が難しいことから、富裕層研究が活発に行われてこなかった。

しかし、近年、富裕層に対する関心が強まっている。新興国の経済成長が新たな富裕層を生み出し、先進国でも IT ビジネスの拡大に伴い多くの若い起業家が富裕層の仲間入りを果たしている。長期間にわたって経済の低迷が続くわが国においても、富裕層セグメントだけは例外的に成長を続けている。純金融資産の保有額が1億円以上の世帯は、2000年代を通じて増加基調である（野村総合研究所 [2020]）。すなわち、経済格差の拡大に伴う富裕層の社会的な存在感の高まりや、市場規模の拡大に伴うビジネス対象としての魅力の高まりが、富裕層への関心につながっているとと言える。また、後述するように、SNSを使った富裕層研究も始まっており、富裕層の

情報取得の方法も増えてきた。

富裕層研究は、複数の学問分野からアプローチがなされていることが特徴である。富裕層が多く
の富を持つという点から、その富の管理に関わる学問である行動ファイナンスやプライベート・バ
ンキングサービスに関する研究が行われているとともに、消費のポテンシャルも高いためラグジュ
アリー消費にまつわるマーケティングの研究も行われている。さらに、税制や所得分配という観点
でも富裕層は重要な研究対象である。これは、富裕層一人当たりの税収が多いということだけでな
く、社会の公平性の担保や所得の再分配の観点からも富裕層を研究する意義が見いだされる。

そこで本稿は、近年注目を浴びている富裕層研究を学際的に整理し、富裕層に関して何がわかっ
ていて何がわかっていないのか、また、どのような研究方法が有効であるかを整理していく。

本稿のこれ以降の構成は次のとおりである。第2節では、富裕層の定義と規模の推計に関する
先行研究を概観し、日本における富裕層を定義する閾値を試算する。第3節から第5節までは、
富裕層研究の主要分野である、行動ファイナンス、プライベート・バンキングサービス、ラグジュ
アリー・マーケティングにおける研究の動向をまとめる。そして、第6節で税制・その他の分野
における富裕層研究についても触れ、第7節でこれらを踏まえた今後の富裕層研究の方向性につ
いて述べる。

2 富裕層の定義と規模の推計 —どれくらい裕福な人が富裕層と言えるのか—

富裕層に類する言葉に、お金持ち、資産家、億万長者といった言葉があり、英語では、rich、
HNWIs (High-Net-Worth Individuals)、affluent、millionaire といった言葉が使われる。ただし、
それらの厳密な定義や区分が存在するわけではなく、学術的に富裕層を研究するためには、まず、
富裕層を定義する必要がある。

富裕層を定義するためには、(1) 富の大きさを測る尺度、(2) 富が大きいことを判定する閾値
の2つが必要である。例えば、富裕層の定義を「年間所得 5,000 万円以上」とする場合は、(1)
の富の大きさを測る尺度は年間所得であり、(2) の富裕層の閾値は 5,000 万円ということである。
国内で初めて富裕層を定義した例として、橋本・森 (2005) は、国税庁『高額納税者名簿¹⁾』(2001
年版)に掲載されている年間納税額 3,000 万円以上 (年収約 1 億円以上) の人を億万長者 (本稿
での富裕層に該当) とした。

納税額、年収、所得といったフローは富の大きさを測る尺度になり得るが、それに対する反論
もある。Eisenhauer (2011) によれば、富の大きさを測る尺度は、フロー (所得など) とストック
(保有資産額など) の二つに大別される。貧困が一般に所得によって定義されるため、富裕層
も所得を尺度として定義する方が自然であるが、Eisenhauer (2011) は所得に基づく富裕層の定
義は、所得が生み出される過程を無視しがちであると指摘している。例えば、年間 6 万ユーロ以
上を稼ぐ人を富裕層、同 1.8 万ユーロ未満を貧困層と定義する場合、単純労働や肉体労働を二つ
掛け持ちして年間 1.9 万ユーロを稼ぐ人と、親からの遺産を運用して働かずに 5.9 万ユーロを受

¹⁾ 高額納税者公示制度は 2006 年 (2005 年度分) から廃止された。

け取る人は、どちらも中間層に分類される。前者が貧困層か中間層か、あるいは後者が中間層か富裕層かについて議論があること以上に、この両者を同じ中間層とすることには異論が多いだろう。それは、両者のそれぞれの所得を生み出す過程に大きな違いがあるからである。雇用所得に頼らずに生きていける可能性が高いことを反映する尺度として、Eisenhauer (2011) は所得（フロー）ではなく保有資産額（ストック）で富の大きさを測るべきとしている。

富の大きさを保有資産額で測る場合も、資産の範囲によっていくつもの定義が生まれる可能性がある。資産には多くの種類があり、代表的なものだけをあげても、金融資産（現金、預貯金、株式、債券など）、不動産（自宅、セカンドハウス、賃貸・投資用不動産など）、事業用資産、宝飾品、絵画・骨董品などの資産がある。これらのどこまでを資産として含むのかによって、富裕層の定義は異なってくる。また、保有資産額から負債を引くか否かによっても富裕層の定義は変わってくる。

例えば、金融資産を 5,000 万円、不動産を 1 億円保有し、3,000 万円の負債を抱える人について考えてみる。保有金融資産額 1 億円以上を富裕層とするならば、この人は富裕層ではない。保有総資産額 1 億円以上ならば、金融資産と不動産を合わせて 1 億 5,000 万円持つため富裕層である。純資産保有額は、総資産保有額から負債を引いた金額であるため、1 億 2,000 万円となり、この定義でも富裕層であるが、純金融資産保有額（保有金融資産額 - 負債）で判定すると 2,000 万円であるため富裕層ではない。このように、「1 億円の資産を持つ」という感覚的に合意が得られそうな基準であったとしても、対象となる資産の範囲によって富裕層であるか否かが変わる可能性がある。

先行研究で行われている富裕層の定義を具体的に見てみよう。野村総合研究所 (2020) では、保有する金融資産額から負債額を引いた純金融資産を 1 億円以上 5 億円未満保有する世帯を富裕層、同 5 億円以上を保有する世帯を超富裕層としている。この定義には、土地、宝飾品、絵画・骨董品などの実物資産は含まれていない。Capgemini (2021)、Bender et al. (2022) では、投資可能資産を 100 万米ドル（1 ドル 130 円換算で 1.3 億円）以上保有する人を富裕層 (HNWIs)、そのうち、同 3,000 万米ドル（同じ換算で 39 億円）以上保有する人を超富裕層 (UHNWIs: Ultra High-Net-Worth Individuals) としている。ここで投資可能資産には、現金・預貯金・株式などの金融資産や賃貸・投資目的の不動産を含み、居住用の不動産（自宅、セカンドハウスなど）や企業のオーナー経営者の保有する自社株は含まない。また、Credit Suisse (2022) は、金融資産の価値に実物資産（主に住宅）の価値を加え、債務を差し引いたものを富と定義し、100 万米ドル超を持つ成人をミリオネアとしている。さらに、同 5,000 万米ドル超を超富裕層 (UHNWIs) としている。先行研究において、富裕層の定義が微妙に異なることがわかる。

(1) の富の大きさを測る尺度としての資産の種類に関しては、Credit Suisse (2022) の定義が最も広く資産種類をカバーしている。すべての（正の）資産を含み、負の資産である負債を差し引いている。Capgemini (2022)、Bender et al. (2022) の定義には、投資用不動産などの実物資産が含まれているが、居住用不動産と負債は考慮されていない。野村総合研究所 (2020) の定義

は負債額を差し引いているが、金融資産保有額のみが対象であり、実物資産の保有額は考慮されていない。

(2) の富が大きいことを判定する閾値に関しては、野村総合研究所 (2020) は1億円、Capgemini (2021)、Bender et al. (2022)、Credit Suisse (2022) は100万米ドルとなっている。為替レートによって尺度の比較が変わってくるが、2000年代に続いた1米ドル約100円のレートで考えると、1億円=100万ドルとなり、ほぼ一致する。ただし、1億円や100万米ドルという数値に対する根拠は見当たらず、きりの良い数字という以外の理由は考えにくい。

富裕層の定義が異なれば、(推計される) 富裕層の数も異なる。野村総合研究所 (2020) は日本国内に133万世帯 (推計年は2019年)、Capgemini (2022) は365.2万人 (同2021年)、Credit Suisse (2022) は336.6万人 (同2021年) の富裕層があると推計している。推計方法、推計年、推計単位 (世帯単位、人単位) の違いだけでなく、富裕層の定義の違いが推計結果の違いにつながっていると考えられる。

ここで相続税に関する統計データを使って、日本の富裕層が保有する総資産額、純資産額、金融資産額、純金融資産額を推計してみる。2014年まで相続税の基礎控除額²は、5,000万円に法定相続人1人当たり1,000万円を加えた金額であった。法定相続人の数によって基礎控除額が異なるため、統一的な基準ではないが、少なくとも6,000万円以上の資産を保有する人の相続人が相続税を納めていたことになる。そこで、相続税課税対象となる被相続人³を富裕層と考え、1人当たりの保有資産額を計算してみると (表1参照)、総資産保有額は2億2,064万円、純資産保有額は2億4万円、金融資産保有額は1億333万円、純金融資産保有額は8,273万円となる。このことから、富の大きさを測る尺度としての資産の種類が異なることによって、富裕層であるか否かが大きく変わることがわかる。

富の大きさを基準を相対化して富裕層を定義する研究もある。Carroll (2002)、Roussanov (2010)、Weicher (1997)、Bach et al. (2020) では純資産の上位1%もしくは10%を富裕層と定義している。Eisenhauer (2011) は、相対的な富の大きさを基準に関しても、上位2%、5%ではなく1%や10%を富裕層とすることに明確な正当性はないと述べている。

富裕層の定義を、保有資産額1億円、上位1%といった「きりの良い数字」ではなく、貧困ラインとの関係から定義する提案がある。Eisenhauer (2011) の提案する富裕層の定義は、「無リスクの債券を購入するだけで、リスクを負わず、雇用による追加収入を得ることもなく、貧困レベルを無期限に超えていられるだけの税引き後利子収入を得るだけの資産を保有している人」である。この定義の根底にある考えは、生きてくための必要な収入を得るために、雇用されて働いたり、投資のリスクをとったりする必要がないことが豊かさの証だということである。近年、世

² 相続税の基礎控除額は2015年1月1日から、3,000万円+600万円×(法定相続人数)となった。そのため2015年以降のデータでは、法定相続人が1人の場合、基礎控除額が3,600万円となるため、先行研究と同程度の資産規模の富裕層に該当しない人が含まれることになる。

³ 亡くなった富裕層の保有資産額や種類が存命の富裕層と異なる可能性はある。

表1 日本の富裕層の1人当たり保有資産額

資産種類		保有額 (万円)	総資産 構成比
金融資産	(a)	10,333	46.8%
現金・預貯金等		5,877	26.6%
株式（自社株を除く）		1,309	5.9%
株式（自社株）		837	3.8%
債券・投信等		1,227	5.6%
生命保険・退職金等		1,083	4.9%
不動産	(b)	10,349	46.9%
その他	(c)	1,382	6.3%
総資産	(d)=(a)+(b)+(c)	22,064	100%
債務	(e)	2,060	9.3%
純資産	(f)=(d)-(e)	20,004	
純金融資産	(g)=(a)-(e)	8,273	

(注1) 保有額は、相続税課税対象となった被相続人1人当たりの保有資産額

(注2) 自社株は、特定同族会社の株式及び出資

(注3) その他には、機械器具・農耕具・じゅう器・備品等の事業用財産、家庭用財産等を含む

(出所) 国税庁「統計年報」(平成26年)より筆者作成

界中で注目を浴びている FIRE (Financial Independence, Retire Early: 経済的自立と早期リタイア) にも一部通じる考え方である。

Eisenhauer (2011) によると、2002年のイタリアのデータで、貧困ラインは8,375.09ユーロ、実質無利息金利は1.7% (税引き後は1.5%) であり、富裕層の閾値は558,339.33ユーロ (1ユーロ = 140円で約7,817万円) となる。すなわち、純資産保有額が558,339.33ユーロ以上の人が富裕層ということになる。そして、イタリアの世帯の5.4%がこの基準による富裕層となる。

同様の基準を用いて、日本の富裕層の閾値を試算してみる (表2を参照)。2019年全国家計構造調査によれば、年間可処分所得の中央値は278万円であり、Eisenhauer (2011) と同様に、その60%を貧困基準とすると、貧困レベルは166.8万円となる。次に、実質無リスク金利を算出するのだが、低金利政策が続く日本では、長期10年国債の金利 (2018年1月～2022年9月の日次の平均値) は0.048%で、同期間のインフレ率 (月次の対前年同月比平均値) (0.484%) の方が高くなってしまう。このことは、実質無リスク金利がマイナスになることを意味し、その場合、富裕層の閾値は無限大となる。すなわち、日本に富裕層はいないことになる。

富裕層の中で海外資産への投資が広く普及していることを勘案すると、長期10年国債の金利だけを無リスク金利とする必然性はない。そこで、無リスク金利の概念を修正し、米国債 (10年)

表2 日本の富裕層の閾値の試算

			ベースライン	ケース(1)	ケース(2)
等価可処分所得（中央値）	（万円）	(a)	278.0	278.0	278.0
貧困の相対所得基準	（％）	(b)	60	50	60
貧困層の閾値（貧困ライン）	（万円）	(c)= (a)×(b)	166.8	139.0	166.8
長期国債の金利	（％）	(d)	2.000	2.000	4.000
インフレ率	（％）	(e)	0.484	0.484	1.700
実質無リスク金利	（％）	(f)=(d)-(e)	1.516	1.516	2.300
金融所得税率	（％）	(g)	20	20	20
税引後実質無リスク金利	（％）	(h)=(f)×(1-(g))	1.213	1.213	1.840
富裕層の閾値	（万円）	(i)=(c)/(h)	13,753	11,461	9,065

（注1）等価可処分所得は、世帯人員数で調整した世帯の年間可処分所得

（注2）インフレ率は、ベースライン及びケース（1）は2018年1月～2022年9月の各月の対前年比の平均値、ケース（2）は2022年1月～2022年9月の平均値

（出所）総務省「2019年全国家計構造調査 年間収入・資産分布等に関する結果 結果概要」（2021年（令和3年8月31日）26年）、日本銀行HP「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」より筆者作成

の過去5年の平均的な水準値（2％）を用いると、実質無利息金利は1.5％、税引き後実質無利息金利は1.2％となる。この計算からの富裕層の閾値は、純資産保有額1億3,753万円である。円ベースで暮らす人にとって米国債の為替リスクは無視できないため、この債券の金利を無リスクと考えるのは現実的には無理があるが、ひとつの試算として日本の富裕層の閾値は1.4億円という数字が浮かび上がる。

富裕層の閾値は、貧困ラインの設定、長期金利やインフレ率によって変動する可能性があるため、この試算をベースラインとして、追加的な2つの試算を行った。

(1) 貧困率を60％から50％に変更したとき

貧困率について、Eurostat は等価可処分所得の60％、OECD は50％としている。ベースラインはEisenhauer（2011）と同様に60％としたが、わが国では一般に貧困率の基準として50％を用いている。このとき貧困ラインは139万円に低下し、他の金利やインフレ率がベースラインと同じとき、富裕層の閾値は1億1,461万円となる。すなわち、貧困ラインが下がれば、それに伴って富裕層の閾値も下がることになる。

(2) 金利とインフレ率を変更したとき

長期国債の名目金利とインフレ率によって無リスク金利が決まるため、この2つが変動したり、2010年代の日本のようにマイナス金利になったりすると、富裕層の閾値は大きな影響を受ける。2022年以降の米国債の水準（4.0％）と同時期の日本のインフレ率（1.7％）を適用すると、無リスク金利は2.3％、税引き後実質無リスク金利は1.8％となり、富裕層の閾値は9,065万円となる。金利が上がることにより資産の期待利回りが高くなるため、ベースラインよりも少ない資産額で

貧困ラインを無期限を超えていられることができる。

先行研究及び富裕層の閾値についての試算から、次の2つのことがわかる。第一に、Eisenhauer (2011) の提案する富裕層の定義は、貧困レベルや金利、インフレ率、税制といった要素を反映した納得性の高い基準であるが、それがゆえに、各種パラメータの設定の仕方によって閾値が大きく変動するデメリットがある。特に、日本のようにマイナス金利政策をとると国内から富裕層がいなくなってしまうたり、金利やインフレ率が大きく変動すると、富裕層の数が乱高下したりすることになる。第二に、Eisenhauer (2011) の計算方法を日本に当てはめると、富裕層の閾値は約9,000万円～1.4億円となる。結果としては、先述した「きりの良い数字」を用いた先行研究と大きな差はないことになる。

3 行動ファイナンスにおける富裕層研究 一富裕層はどんな投資をするのか一

行動ファイナンスにおける富裕層研究における中心は富裕層の資産選択である。Carroll (2002) は、富裕層の資産ポートフォリオは、単純に中間層のポートフォリオを拡大したものではなく、不動産や事業資産の比率が高いことを示した。ただし、先進国の間でも富裕層の資産ポートフォリオは大きく異なっており、資産市場の発展状況、税制、商慣習などによって富裕層の資産選択は強い影響を受けている可能性を示唆した。

その後の研究でも、富裕層の資産ポートフォリオが特定資産に集中していることが指摘されている。Roussanov (2010) は、2001年のSCF⁴ データ、米国の家計調査データを使って、富裕層はリスク資産の比率が高いだけでなく、プライベートエクイティなどの特異的なリスクのある資産に多く投資していることを示した。また、Bach et al. (2020) はスウェーデンの行政データを用いて、全国民の2000年から2007年までの全資産のバランスシートを分析し、純資産保有額上位層（上位10%、1%、0.1%、0.01%）の資産保有の特徴を分析した。そして富裕層ほど総資産に占めるプライベートエクイティの割合が高いこと、富裕層は他の層よりも卓越した投資スキルや情報によって高い投資リターンを得ているのではなく、高いリスクをとっていることが高いリターンにつながっていることを示した。

富裕層が分散投資をしないということは大きな疑問である。標準的な投資理論によれば、リスク・リターンの比率、すなわち投資効率を最大化するのはマーケットポートフォリオに対する分散投資である。わかりやすく言えば、市場のすべての銘柄に、その時価総額の重み付けで配分して投資すべきという意味である。富裕層が特定の銘柄に集中投資するということは、非効率な資産配分を自ら選んでいることになる。一般に、金融機関のアドバイザーの助言を受け、高学歴で金融リテラシーが高いという特徴をもつ富裕層が、標準的な投資理論から外れる行動をとっていることはうまく説明できない。

Bender et al. (2022) は、少なくとも100万米ドル以上の投資可能資産を持つ米国人2,484人の資産ポートフォリオとその形成要因を分析した結果、富裕層の資産が特定の株式に集中するの

⁴ Survey of Consumer Finances

は、その会社の議決権比率を維持したり、株式を相続人に引き継いだりしたいという誘因によるものより、その株式への投資から低いリスクで高いリターンが得られると確信しているからであると述べている。さらに、富裕層は、平均リターンの高いファンドマネージャーを特定できると信じているため、アクティブファンドに投資をする。そして、富裕層は優れた投資機会を特定する能力に確信を持っている。また、Roussanov (2010) は、富裕層は相対的な社会的地位に関心を持つため、富裕層になればなるほど、より高い地位に就くことに価値を置き、そのためにリスクを集中させて資産を増やそうとすると述べている。

これらの結果から富裕層の強い自信と上昇志向が読み取れる。富裕層になる人は、一代で財をなした事業家、医師や弁護士など専門的な仕事に従事してきた人、親や祖父母の代からの資産を引き継ぎエリートとして教育を受けてきた人が代表的であり、教育や就業経験を経て投資機会をつかむことに自信をもち、さらに、強い上昇志向を維持している考えられる。

富裕層の投資行動に対して、彼ら／彼女らの持つ信念が強く影響していることは、Giglio et al. (2021) でも示されている。平均預入資産額が52万米ドルのバンガード社の顧客へのオンライン調査の分析によると、自分の信念に強い自信がある富裕層は期待リターンの変化に対するポートフォリオ（株式シェア）の感応度が高いことを示している。

日本の富裕層の資産ポートフォリオにも大きな偏りがある。宮本 (2019a) によれば、富裕層の総資産ポートフォリオは一般の家計と大きく異なる。一般の家計は、総資産の約3分の2が不動産資産（その大半は自宅用不動産）であるのに対し、相続税課税対象者で定義した富裕層の総資産に占める不動産資産の割合は5割未満であり、その代わりに金融資産や事業資産の占める割合が一般の家計よりも高くなっている。また、総資産の一部である金融資産のポートフォリオも一般の家計と大きく異なっている。一般の家計は生命保険等の占める比率が32.5%と高く、リスク性金融資産の比率が13.7%に過ぎない。それに対して富裕層では生命保険等が11.4%、リスク性金融資産が26.7%と逆転している。保険が好きで投資を好まないという典型的な日本人像は一般の家計に当てはまるが、日本の富裕層には当てはまらないことがわかる。宮本 (2007)、宮本・米村 (2008)、宮本・細見 (2010) でも富裕層に特有の考え方が富裕層の資産選択に影響を及ぼしていること、それが2008年の世界金融危機（いわゆるリーマンショック）を経て大きく変化したことが分析されている。

富裕層の資産選択に関して、今後の研究テーマとして深掘りの余地が大きいのは、金融専門家のアドバイスの与える影響であろう。富裕層が資産選択にあたって金融専門のアドバイザーや金融機関のプライベートバンカーの意見を重視していることは、Bender et al. (2022)、宮本・尾日向 (2006)、宮本・米村 (2013) などで示されている。しかし、これまで見てきたように、富裕層の資産選択は標準的な投資理論による資産選択の結果とは異なることが多い。アドバイザーは標準的な投資理論とは異なるアドバイスをしているのだろうか。あるいは、富裕層の顧客は、標準的な投資理論に基づくアドバイスを受けつつも、それとは異なる意思決定をしているのだろうか。そうだとしたらそれはなぜか。先行研究で示された、富裕層の投資機会を見つける能力に対

する自信や、信念に影響されるポートフォリオの変化が、金融専門家とのコミュニケーションを通じてどのように変化しているかを紐解くことができれば、富裕層がなぜ分散投資をしないのかというパズルを解くことにつながる。

4 プライベート・バンキングサービスにおける富裕層研究

—富裕層はどんな金融サービスを求めるのか—

富裕層を対象とするビジネスの代表例がプライベート・バンキングと呼ばれる銀行サービスである。富裕層の定義がどのようなものであったとしても、一般の人よりも多くの富を持つ人ということが揺るがないならば、その富を管理し合理的に運用することは富裕層に共通するニーズになるはずである。

銀行サービスにおける富裕層の研究も、中間層に対する研究に比べればはるかに少ないが、散発的に存在する。研究が少ない理由は他の学術分野と同様で、プライベート・バンキングは銀行ビジネスの中で重要な一角を占めるとはいえ、中間層（多くの銀行はマス層と呼ぶ）向けのビジネスよりは優先度が低い。それに加えて、富裕層のデータを得ることだけでなく、富裕層を担当するアドバイザー（プライベートバンカーもしくはウェルス・マネージャーと呼ばれる）の情報を得ることも容易ではない。

最近の研究では、Ho and Wong (2022) が、香港上海銀行、スタンダード・チャータード銀行などの香港の認可銀行の顧客 210 名に対して実施した調査から、富裕層の性格がプレミアム・バンキング⁵への信頼・満足・顧客ロイヤルティの形成に影響を与えていることを示した。富裕層の性格の中で、協調性、外向性、誠実性の3つが銀行への信頼に影響を与え、外向性がプレミアム・バンキングサービスへの満足に影響を与えることが示された。

プライベート・バンキングビジネスは、デジタル化が進んだ現代においても、担当者と富裕層顧客の濃密なコミュニケーションが鍵を握ると言われる。高い専門性を伴うサービスが提供されるのは前提だが、それに加えて、担当者と顧客の相性や人間関係が強い影響を与えることは容易に想像できる。その結果、同じようなサービス水準であったとしても、顧客の性格が銀行への信頼やプライベート・バンキングサービスへの満足度に影響を与えると考えることができる。

プライベート・バンキングサービスにおける富裕層研究の別のアプローチは、ウェルス・マネージャー（プライベートバンカー）に対する調査・分析である。Santos (2021) は、リスボン、ロンドン、ジュネーブ、チューリッヒの4都市のウェルス・マネージャー 29 名に対し 35 回のインタビューを行い、富裕層投資家とウェルス・マネージャーが市場への愛着を通じてどのような主観的立ち位置を実現するかについて分析を行った。この分析では、ウェルス・マネージャーの仕事が他の銀行サービスに従事するセールスとは大きく異なることが描かれている。例えば、ウェ

⁵ プレミアム・バンキングは、中間層（大衆）よりも資産は多いがプライベート・バンキングサービスの提供対象である富裕層よりも資産規模の少ない層（大衆富裕層もしくはマス・アフルーメント層と呼ばれる）向けの銀行サービス

ルス・マネージャーは商品を何も売らず、アドバイスを提供するということを顧客に理解してもらうことに全力を注ぎ、富裕層顧客はそれを理解すると口座を開設する。また、ウェルス・マネージャーは仕事と人間関係を心から楽しんでいて、義務として仕事をしているのではないことを顧客に感じさせている。「その結果、富裕層顧客の人生において替えるべきでないもの。それは、かかりつけの医者、司祭、そしてプライベートバンカー」と言われるようになる。

日本においてもプライベート・バンキングに関する研究が行われている。宮本・米村 (2013) は、外資系金融機関を含む国内で営業する金融機関に所属するプライベートバンカー 32 名に対するインタビューに基づき、プライベートバンカーの人材像や他の銀行サービスとは一線を画すバリューについて分析した。その内容の多くは Santos (2021) とも共通するものであり、本質的な意味でのプライベート・バンキングサービスの価値及びその提供のあり方は国によって大きく変わることはないと考えられる。ただし、欧米各国や香港・シンガポールと日本のプライベートバンカーの違いは、金融機関のキャリアパスとして転勤や配置転換が存在すること、プライベートバンカーの社会的なステータスが低い（もしくは、その存在を知られていない）ということである。この二つの差異は、プライベート・バンキングビジネスの発展と「鶏と卵の関係」とも考えられるが、欧米各国との違いが顧客との関係構築やロイヤルティ形成にどのような影響を与えているかについては今後の研究の余地が残っている。

近年では新興国でも富裕層が急増しているため、欧米各国や日本だけでなく新興国におけるプライベート・バンキングサービスの研究も進んでいる。例えば、Verma and Kaur (2022) は、インドにおける HNW 投資家（投資額が 150 万ルピー以上、1 ルピー = 1.7 円で約 255 万円）と大衆富裕層（同 150 万ルピー未満）のウェルス・マネジメントサービスの利用の目的と情報源の比較を行った。

プライベート・バンキングサービスの他の金融サービスと異なるユニークな特徴として挙げられるのは、プライベートバンカー（ウェルス・マネージャー）が富裕層顧客本人との関係だけでなく、その家族と親密な関係を築いていくことである。Santos (2021) はウェルス・マネージャーが富裕層顧客の家族に対して、それぞれの資産ポートフォリオのことを家族間で話す中にいて「審判」のような役割を果たしていると述べている。また、ウェルス・マネージャーは家族との密接な関係を作ることで、資産の蓄積、継承、取り崩しに対してさまざまな面から関与していると述べている。そして、富裕層顧客はウェルス・マネージャーに対して、子どもたちの金融教育をサポートしてもらいたいと期待している。

日本のプライベートバンカーも、富裕層の家族との親密な関係を作り、事業や資産の承継、子どもや孫の金融教育に積極的にかかわっていることが、宮本 (2007) で述べられている。また、宮本 (2019b) では、富裕層の子どもや孫を「親リッチ」と名付け、その人数が 20 代～50 代で 235 万人、20 歳未満で 299 万人に及ぶと推計している。

富裕層顧客の家族との関係作りに関しては、先述のプライベートバンカーの転勤や配置転換がマイナスに影響することが想定される。プライベートバンカーやウェルス・マネージャーの雇用

形態・キャリアパス・報酬体系と富裕層顧客のロイヤルティ形成については、複数の国の比較研究を行う余地があると考えられる。

5 ラグジュアリー・マーケティングにおける富裕層研究

一どのようなブランドに富裕層は夢を感じるのか

富裕層を主な顧客とするビジネスはプライベート・バンキングだけではない。宝飾品、高級ファッション、自動車、高級ワインなど、多くの消費財において品質・価格が最上位の高級品は、その主な顧客が富裕層である。

ラグジュアリー市場におけるマーケティングの鍵を握るのは希少性である。Stepień (2018)によれば、高級品の多くは、その機能的価値を大きく上回る価格が付けられており、所有者が裕福な階級の一員であることのシグナルや、高級品を所有することによる自己イメージの向上などの社会的価値や快楽的価値が価格に含まれている。広く大衆に普及したものからはこのような追加的な価値を得ることはできないため、希少性の高いものが富裕層に好まれることになる。

ラグジュアリー・マーケティングにおけるスノブ効果とは、自分をユニークな存在、個性的な存在と考える富裕層が、大衆が購入しないと考えられるものを購入する傾向である。Dubois and Paternault (1995)は、高級品の機能的価値を超える部分を「夢」と呼び、高級ブランドの夢の値が認知度と市場浸透度で表される「夢の方程式」を示した。

$$\text{夢の方程式}^6 : \text{夢の価値} = 0.58 \times \text{ブランド認知度} - 0.59 \times \text{ブランド浸透度} - 8.6 \quad (R^2=0.78)$$

夢の方程式が示すことは、高級ブランドの夢の価値は、ブランド認知度に対して正に有意、ブランド浸透度に対して負に有意ということである。このことは、「多くの人が知っているけれども持っていないものに夢を感じる」と解釈できる。

高級ブランドの価値に与える希少性の影響が強いということは、「夢が大きければ大きいほど売れるが、売れば売れるほど夢が小さくなる」というパラドックス (Kapferer and Valette-Florence [2018]) が生じる。すなわち、高級ブランドは成長をコントロールしなければ高級ブランドではなくなってしまうというリスクを内包していることになる。

Kapferer and Valette-Florence (2018)は、成熟国 (アメリカ、フランス、ドイツ、日本) と新興国 (中国、ブラジル) の高級品購入者に対し、世界的に有名な 60 の高級ブランドについて、夢、ブランド認知度、ブランド浸透度の3者の関係を分析した。ここで高級品購入者の条件は、100ユーロ以上のシャンパン・ワイン、350ユーロ以上の靴、400ユーロ以上の上着、350ユーロ以上のサングラスなどの購入である。回答者は、60 の高級ブランドのうち 15 のブランドをランダムに

⁶ 夢の方程式は、34 の高級ブランドに対し、「名前を知っているブランド」(ブランド認知度)、「過去2年以内に購入したことがあるブランド」(ブランド浸透度)、「コンテストの優勝賞品としてもらえるとしたら選びたい5つのブランド」(夢)の3つの設問への回答から作成されたものである。

提示され、それぞれのブランドに夢があるか（ないか）、名前だけでなく知っているか（知らないか）、すでに買ったことがあるか（ないか）を答えた。その結果、成熟国・新興国を問わず、すべての国で夢の方程式が成り立つことがわかった。

ただし、国による差異は存在する。フランスは、他の国よりもブランド認知度のプラス効果及び、ブランド浸透度のマイナス効果が大きかった。すなわち、「フランス人は誰もが知っているが、ほとんど手に入れることができない権力の象徴のようなものを強く好む」と解釈できる。Kapferer and Valette-Florence (2018) は、この点に関して、フランスのエリート主義的な面が反映されていると述べている。また、中国とブラジルは、ブランド認知度のプラス効果、ブランド浸透度のマイナス効果ともに4つの成熟国より低かった。中国とブラジルはラグジュアリー市場が発展の途上にあるため、希少性を求めるスノッブ効果が小さい可能性が示唆される。

Stepień (2018) は、スノッブ効果だけでなく、富裕層コミュニティの中で、他の人が購入すればするほど同じブランドを購入する傾向、すなわちバンドワゴン効果があることを示した。サウジアラビア、トルコ、ドイツ、ポルトガル、ポーランドの5ヶ国の消費者の高級品（高級ファッション、宝飾品、自動車）に対する価値観を調査した。この調査において、スノッブ効果は、「希少で人気のない高級品を好む」「多くの人買った物を買いたいとは思わない」という問い、バンドワゴン効果は「自分が尊敬し、高く評価している人が使っている高級品を好む」「有名人が持っているものと同じものを持ちたい」という問いを用いている。スノッブ効果とバンドワゴン効果は相反する現象と考えられがちだが、ラグジュアリー消費においては両立しうる。人々のより高い階層へのあこがれがバンドワゴン効果を生み、自分が高い階層に所属し大衆とは一線を画していることへの顕示欲がスノッブ効果を生んでいると解釈することができる。国内の研究でも内田(2006)が富裕層のスノッブ消費やバンドワゴン消費に触れている。

ラグジュアリー・マーケティングにおける富裕層の研究は、一般的な財とは異なる高級品ならではの特徴の追求が中心であるが、調査手法も進化している。Christodoulides and Presi (2021) は、純資産保有額が3,000万米ドルを超える超富裕層のラグジュアリー消費を分析するために、インスタグラム上の情報を収集して分析した。具体的には、フォーブス2020年の「世界の億万長者リスト」に掲載された2,095人のインスタグラムのアカウントをチェックし、33人のアカウントから815枚の画像と、それに付随するテキスト情報を抽出して分析した。そしてこれらのデータから、富裕層のSNS上の自己表現には、派手、地味、顕示、秘匿という4つの相反する側面があることを示した。

先行研究では、ラグジュアリー消費が、スノッブ効果とバンドワゴン効果の両義性、派手と地味、顕示と秘匿の両義性など、相反する性質を併せ持つことが示されている。これがラグジュアリー・マーケティングの特徴であり、その難易度を高めていると考えられる。今後は、一人ひとりの富裕層顧客の中で相反する性質がどのように共存しているかを掘り下げていく余地があると考えられる。

6 税制・その他の分野における富裕層研究

これまで行動ファイナンス、プライベート・バンキングサービス、ラグジュアリー・マーケティングの3つの分野における富裕層研究の動向を整理したが、それ以外の分野にも富裕層の研究は存在する。富裕層研究の多様性を確認するため、上記の3分野以外の研究についても簡単に触れておきたい。

税制を考えるうえで担税力の高い富裕層は重要な存在であることは言うまでもない。この分野では、富裕層へのキャピタルゲイン課税（たとえば Gravelle [2020]）、日本の戦後の富裕税の導入と廃止の経緯（関野 [2021]）、富裕税復活の可能性（岸野 [2019]、内山 [2021]）などが議論されている。

富裕層の研究テーマは、地域性や国毎の社会・文化の特性が如実に反映する。Ramtohul (2015) はモーリシャスへの富裕層移民が同国の経済・社会・文化に与える影響を考察した。日本では、外国からの旅行者の支出（インバウンド消費）で地域経済を活性化させようという気運が盛り上がり、国内外の富裕層を対象とした旅行や観光のマーケティングに関する研究（遠藤・若林・増田 [2021]、戸崎 [2019] など）が目立つ。

富裕層の多様性を研究するという観点では、富裕層の妻の生態を調べた森(2007)、富裕層のアートへの投資を調べた竹下 (2021) などがある。

7 富裕層研究の今後の可能性

富裕層の研究が多くの分野に広がり、学術的知見が蓄積されていくに従い、富裕層の中の階層間の違いが浮かび上がってきた。本稿で述べたように、多くの学問分野に共通の富裕層の定義を作ることは難しいが、億万長者リストに掲載されるような超富裕層と、全世帯の上位5%から10%の富裕層では、価値観も行動特性も大きく異なることは明白である。富裕層をひとつに定義できないならば、富裕層をどのように切り取って分析するかが問われるだろう。

多様な分野で富裕層研究が進んでいることは、これらの分野を融合する新たな研究の可能性あることを指摘しておきたい。例えば、富裕層の資産運用と消費の関係、各国の富裕税の違いが富裕層の消費行動や資産運用に与える影響など、複数の学問分野の富裕層研究の知見を組み合わせることで、富裕層に対する新たな視点が得られることが期待される。

参考文献

- 内田成, 2006「富裕層と街示的消費」『川口短大紀要』20: 15-36.
- 内山昭, 2021「対新型コロナ禍特別富裕税とマルクス派経済理論」『立命館経済学』第69巻, 第5・6号: 193-215.
- 遠藤由理子・若林靖永・増田央, 2021「富裕旅行者を満足させるサービス&ホスピタリティ要因 —欧米訪日富裕旅行者に国内旅行サービスを提供する事業者の観点から—」『観光マネジメント・レビュー』Vol. 1 (2021): 10-24.

- 岸野悦朗, 2019「富裕税復活の可能性」『南山経済研究』第33巻第3号: 253-274.
- 関野満夫, 2021「戦後日本の富裕税」『経済学論纂(中央大学)』第62巻第1・2・3合併号: 65-88.
- 竹下智, 2021「資産クラス／投資対象としてのアート – 富裕層はなぜアートに投資するのか –」『野村資本市場クォーターリー』2021 Winter: 169-190.
- 橋本俊詔・森剛志, 2005『日本のお金持ち研究』日本経済新聞社.
- 戸崎肇, 2019「富裕層に重点を置いた観光政策への転換」『産業総合研究』27: 67-79.
- 野村総合研究所, 2020年12月21日ニュースリリース(2022年10月31日取得, https://www.nri.com/jp/news/newsrelease/1st/2020/cc/1221_1).
- 宮本弘之, 2007『富裕層ファミリー』東洋経済新報社.
- 宮本弘之, 2019「富裕層の資産は不動産資産かリスク金融資産か」伊藤修・植林茂・鶴飼博史・長田健編著『日本金融の誤解と誤算』, 155-180, 勁草書房.
- 宮本弘之, 2019『親リッチ』日本経済新聞出版社.
- 宮本弘之・細見ちひろ, 2010「金融危機が個人金融資産に与えた影響と今後のリテール資産運用事業モデル」『野村総合研究所「知的資産創造」』2010年1月号: 20-37.
- 宮本弘之・尾日向竹信, 2006『新世代富裕層の「研究」』東洋経済新報社.
- 宮本弘之・米村敏康, 2008「富裕層ビジネスから生まれるリテール資産運用ビジネスの新たな潮流」『野村総合研究所「知的資産創造」』2008年3月号: 50-63.
- 宮本弘之・米村敏康, 2013『プライベートバンキング戦略』東洋経済新報社.
- 森剛志, 2007「日本の富裕層妻に対する調査結果」『甲南経済学論集』48(1): 1-13.
- Bach, L.; Calvet, L. E.; Sodini, P., 2020, "Rich Pickings? Risk, Return, and Skill in Household Wealth", *American Economic Review*, 110 (9), 2703-2747.
- Bender, S.; Choi, J.J.; Dyson, D.; Robertson, A.Z., 2022, "Millionaires Speak: What Drives their Personal Investment Decisions?", *Journal of Financial Economics*, 146 (1), 305-330.
- Capgemini, 2022, "The World Wealth Report 2022", (2022年10月30日取得, <https://worldwealthreport.com/>).
- Carrol, C. D., 2002, "Portfolios of the Rich, In L. Guiso, M. Haliassos and T. Jappellis (Eds.) *Houshold Portfolios*", Cambridge, MA: MIT press.
- Christodoulides, M., N., G.; Presi, C., 2021, "Ultra-High-Net-Worth Individuals: Self-Presentation and Luxury Consumption on Instagram", *European Journal of Marketing*, 56 (4).
- Credit Suisse Research Institute, 2022, "Global Wealth Report 2022", (2022年10月30日取得, <https://www.credit-suisse.com/about-us/en/reports-research/global-wealth-report.html>).
- Dubois, B.; Paternault, C., 1995, "Understanding the World of International Luxury Brands: The 'Dream Formula'", *Journal of Advertising Research*, 35 (4), 69-76.
- Eisenhauer, J. G., 2011, "The Rich, the Poor, and the Middle class: Thresholds and Intensity Indices", *Research in Economics*, 65 (4), 294-304.
- Giglio, S.; Maggiori, M.; Stroebel, J.; Utkus, S., 2021, "Five Facts about Beliefs and Portfolios", *American Economic Review*, 111 (5), 1481-1522.
- Gravelle, J., G., 2020, "Sharing the Wealth: How to Tax the Rich", *National Tax Journal*, December 2020, 73 (4), 951-968.
- Ho, S., P., S.; Wong, A., 2022, "The Role of Customer Personality in Premium Banking Services", *Journal of Financial Services Marketing*, 18 March 2022.
- Kapferera, J.-N.; Valette-Florence, P., 2018, "The Impact of Brand Penetration and Awareness on Luxury Brand Desirability: A Cross Country Analysis of the Relevance of the Rarity Principle", *Journal of Business Research*, 83, 38-50.
- Ramtohul, R., 2015, "High net worth' Migration in Mauritius: A Critical Analysis", *Migration Letters*, 13 (1), 17-33.
- Roussanov, N., 2010, "Diversification and its Discontents: Idiosyncratic and Entrepreneurial Risk in the Quest for Social Status", *Jornal of Finance*, 65 (5), 1755-1788.

- Santos, M., 2021, "High Net-Worth Attachments: Emotional Labour, Relational Work and Financial Subjectivities in Private Wealth Management", *Journal of Cultural Economy*, 14 (6), 750-764.
- Stepień, B., 2018, "Snobbish Bandwagoners: Ambiguity of Luxury Goods' Perception", *Journal of Management and Business Administration. Central Europe*, 26 (1), 79-99.
- Verma, R.; Kaur, M., 2022, "Perceived Service Quality: A Comparative Analysis Between Mass Affluent And High Net Worth Investors Availing Wealth Management Services", *Journal of Positive School Psychology*, 6 (25), 190-205.
- Weicher, John C., 1997, "The Rich and the Poor: Demographics of the US Wealth Distribution", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, July/August, 25-37.

