



一般社団法人 投資信託協会
広報部 調査広報室 調査広報室レポート

「リスク・リターン」をめぐる認識の乖離

— 1万人アンケート調査による検証 —

1. 問題意識
2. アンケートの実施概要
3. 金融理論と回答傾向の比較
 - (1) くじの設問に見るリスク・リターンの捉え方
 - (2) ギャンブルの設問に見る認識
 - (3) 金融知識 (BIG3) との関係
4. 総括

2026年3月19日

一般社団法人投資信託協会 広報部調査広報室長 青山直子

1. 問題意識

「リスク・リターン」は投資判断において基本的な概念である。本会調査広報室レポート「投資者意識調査に見られる満足度と不安感（1）」¹では、投資者の6割が投資に不安感を抱いていることを示した。こうした状況を背景に、個々人の投資に対する不安感を緩和し、自身の状況に整合した適切な判断を行っているかと納得した上で投資を実行できるようにするためには、Lusardi, A. & Mitchell, O. S.によって提唱された²金融知識のBIG3と言われる「金利（複利）」、「インフレ」、「分散」に加えて、「リスク・リターン」の概念もまた重要であると考えられる。

本稿においては、金融理論における「リスク・リターン」の概念と人々の認識との関係を、アンケート調査の結果に基づき検討する。

2. アンケートの実施概要

アンケートはインターネットにより、以下の通り実施した。

- 調査時期 2026年1月21日（水）～1月26日（月）
- 調査目的 全国の20歳～69歳の男女個人を対象に、投資（株式や投資信託）の利用実態別に調査を行い、一般生活者の①投資行動、②投資に関する意識、③今後の投資意向についてそれぞれ確認することで、資産形成に対するニーズを把握し、今後の投資・積立投資の普及、利用促進につながる基礎資料とする。
- 調査手法 インターネット調査（インターネットモニターパネル利用）
- 調査地域・対象 全国 20～69歳男女個人
- サンプル数・割付 合計10,000名を性・年代・エリア（首都圏、阪神圏、その他地域の3ブロック）の人口構成比（令和7年1月1日現在の住民基本台帳に基づく）で割付

		20-29歳	30-39歳	40-49歳	50-59歳	60-69歳	20-69歳計
男性	首都圏	271	290	351	400	276	1,588
	阪神圏	120	122	153	184	133	712
	その他地域	427	471	614	671	582	2,765
男性計		818	883	1,118	1,255	991	5,065
女性	首都圏	264	276	330	376	267	1,513
	阪神圏	120	123	156	188	142	729
	その他地域	394	444	588	660	607	2,693
女性計		778	843	1,074	1,224	1,016	4,935
TOTAL		1,596	1,726	2,192	2,479	2,007	10,000

¹ 青山直子（2025）「投資者意識調査に見られる満足度と不安感（1）－現在の投資者の6割は投資に不安感を抱いている（1万人アンケート調査より）」投資信託協会調査広報室レポート

² Lusardi, A., & Mitchell, O. S. (2005). "Financial Literacy and Planning: Implications for Retirement Wellbeing?" CeRP Working Papers 46, Center for Research on Pensions and Welfare Policies

Lusardi, A., & Mitchell, O. S. (2011). "Financial Literacy Around the World: An Overview" NBER Working Paper Series, National Bureau of Economic Research

株式・投資信託 投資経験別	現在投資実施者	4,044
	過去投資実施者	559
	投資未実施者	5,397

世帯年収	n	%
全体	10,000	100.0
100万円未満	534	5.3
100～200万円未満	576	5.8
200～300万円未満	847	8.5
300～400万円未満	1,025	10.3
400～500万円未満	1,002	10.0
500～600万円未満	849	8.5
600～700万円未満	673	6.7
700～800万円未満	636	6.4
800～1,000万円未満	877	8.8
1,000～1,500万円未満	778	7.8
1,500～2,000万円未満	195	2.0
2,000～3,000万円未満	77	0.8
3,000万円以上	45	0.5
わからない・答えたくない	1,886	18.9
平均値	-	612.4

3. 金融理論と回答傾向の比較

(1) くじの設定に見るリスク・リターンの捉え方

本調査では、リスク・リターンについて以下のくじの設定を置いた。

Q: 次の A と B のくじがあります。それぞれリターンが高いのは A か B のどちらでしょうか？ また、リスクが高いのはどちらでしょうか？

- ① A. 50%の確率で 100 円もらえるが、50%の確率で 20 円払う
B. 50%の確率で 40 円もらえ、50%の確率で 20 円もらえる
- ② A. 50%の確率で 100 円もらえるが、50%の確率で 60 円払う
B. 50%の確率で 40 円もらえ、50%の確率で 20 円もらえる
- ③ A. 50%の確率で 100 円もらえ、50%の確率で 20 円もらえる
B. 50%の確率で 90 円もらえ、50%の確率で 50 円もらえる
- ④ A. 50%の確率で 100 円もらえ、50%の確率で 20 円もらえる
B. 50%の確率で 20 円もらえるが、50%の確率で 20 円払う

上記の間では、「リターン」及び「リスク」とのみ記述しており、夫々の定義を示していない。金融理論において、ここでのリターンとは、このくじでもらえるお金の平均値であり、統計学的期待値である。そしてリスクとは、もらえるお金のばらつき（振れ幅）であり、統計学的には標準偏差で示される。

①～④の各リターン及びリスクについて、金融理論における統計学的な概念に基づいた正答は図表 1³の通りとなる⁴。

(図表 1) リスク・リターンに係るくじの設定の金融理論における統計学的な正答

	リターン が高い	リスクが 高い
①	A	A
②	B	A
③	B	A
④	A	A

³ 本稿中の図表はすべて筆者作成

⁴ 算出計算は p.11 に掲載

①から④の間に夫々2問であるので計8問であり、全問正答を8点として0点までの回答人数は図表2である。すべて正答した人は10,000人中78人であり、0.78%であった。なお、10,000人の平均点は4.98、標準偏差は1.46である。

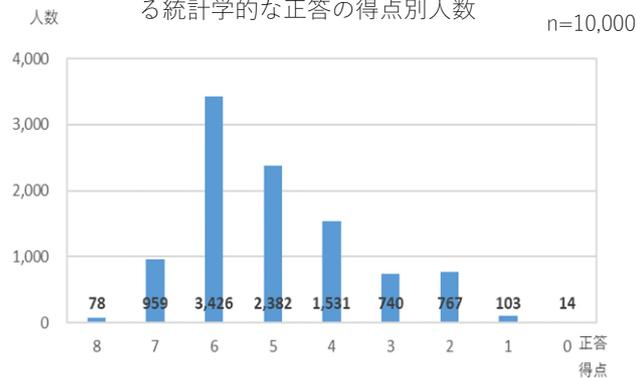
各設問は2択であることから、完全ランダム回答を仮定した場合の二項分布理論値を重ねた分布が図表3である。

図表3からは、完全ランダム回答、すなわち、全体的には“あてずっぽう”で回答されたものではないことが示唆される。ただ、“あてずっぽう”に答えたとしても、平均点が4となる問いに対して、実際の平均点が5弱であることや、全問正解が78人と、完全ランダム回答の場合の理論値の2倍程度に留まっていることに鑑みれば、金融理論におけるリ

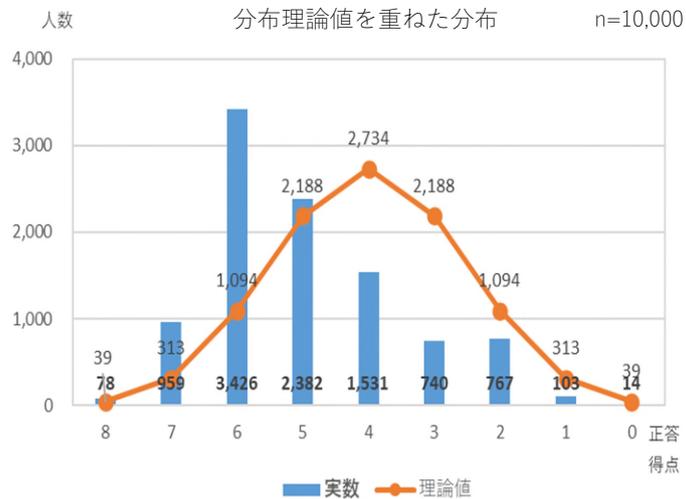
スク・リターンの概念で認識されているとは言い難い。すなわち、多くの人々のリスク・リターンの捉え方は、金融理論における統計学的な概念とは異なっている可能性が高い。

では、リスクやリターンをどのように捉えている人が多いのだろうか。図表4の網掛けが統計学的な正答である。正答率がランダムであるとした場合の50%を下回っているのは、②のリターン、④のリスクである。

(図表2) リスク・リターンに係るくじの設問の金融理論における統計学的な正答の得点別人数 n=10,000



(図表3) 図表2に完全ランダム回答を仮定した二項



(図表4) リスク・リターンに係るくじの設問の選択率

	リターンが高い		リスクが高い	
	A	B	A	B
①	A.63.3%	B.36.7%	A.74.1%	B.25.9%
②	A.59.1%	B.40.9%	A.77.6%	B.22.4%
③	A.42.2%	B.57.8%	A.73.0%	B.27.0%
④	A.80.3%	B.19.7%	A.30.8%	B.69.2%

問を再掲する。

Q: 次の A と B のくじがあります。それぞれリターンが高いのは A か B のどちらでしょうか？また、リスクが高いのはどちらでしょうか？

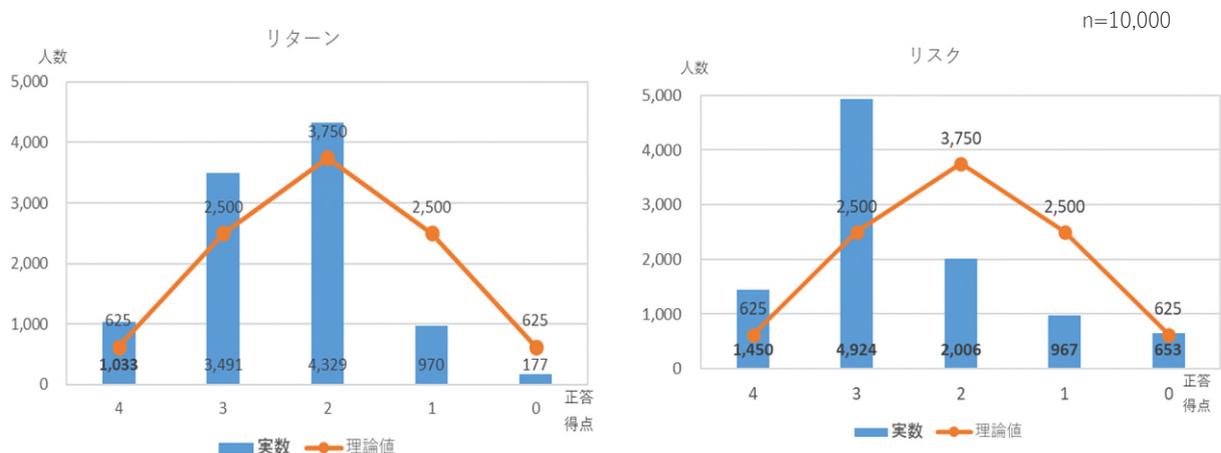
- ① A. 50%の確率で 100 円もらえるが、50%の確率で 20 円払う
B. 50%の確率で 40 円もらえ、50%の確率で 20 円もらえる
- ② A. 50%の確率で 100 円もらえるが、50%の確率で 60 円払う
B. 50%の確率で 40 円もらえ、50%の確率で 20 円もらえる
- ③ A. 50%の確率で 100 円もらえ、50%の確率で 20 円もらえる
B. 50%の確率で 90 円もらえ、50%の確率で 50 円もらえる
- ④ A. 50%の確率で 100 円もらえ、50%の確率で 20 円もらえる
B. 50%の確率で 20 円もらえるが、50%の確率で 20 円払う

②の問で「Aの方がリターンが高い」と答えた人が多いことから、「リターン」を平均的リターン=期待値と捉えるのではなく、“上手くいった場合の儲け”と捉えている人が多いと推測できる。一方、④の問で「Bの方がリターンが高い」と答えた人が多いことから、「リスク」をリターンの振れ幅=標準偏差と捉えるのではなく、“上手くいかなかった場合の損失”と捉えている人が多いと考えられる。人々がリスクを「損失の大きさ」と捉える傾向は、行動経済学で指摘されている損失回避 (loss aversion) とも整合的である。

ここで注意を要するのは、「リスク」よりも「リターン」の方が、人々の捉え方が金融理論における概念から、より乖離している可能性が示唆される点である。

図表5ではリターンとリスクの設問に分け、それぞれ4点を満点として、完全ランダム回答を仮定した二項分布理論値と比較した。10,000人の平均点は、リターンの設問は2.42、リスクの設問は2.56であり、標準偏差はリターン0.87、リスク1.06であった。4点満点の人数は、リターンで1,033人、リスクで1,450人である。リターンの概念よりリスクの概念の方が理解が困難であると考えられがちだが、実際には必ずしも当てはまらない可能性がある。

(図表5) リターンとリスクの得点別実数と完全ランダム回答を仮定した二項分布理論値



(2) ギャンブルの設問に見る認識

本調査では、ギャンブルに係る次の設問を置いた。

Q:以下のそれぞれについて、正しいと思うものは「○」、間違っていると思うものは「×」を選んでください。(それぞれ1つずつ)

- ① 競馬で大穴の馬券を買うのは、ハイリスク・ハイリターンだ
- ② 競馬で本命の馬券を買うのは、ローリスク・ローリターンだ
- ③ 宝くじは、外れても損は小さく、当たれば賞金が多いので、ローリスク・ハイリターンだ
- ④ ギャンブルも株式や投資信託への投資も、ハイリスク・ハイリターンという点では似ている

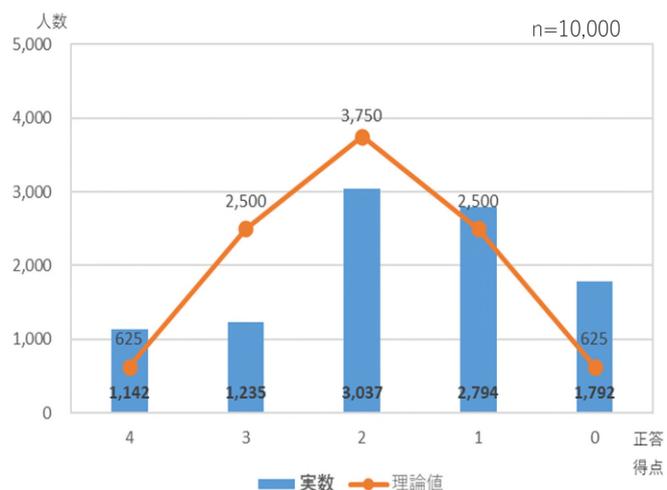
この問においても、「リターン」及び「リスク」とのみ記述し、あえて定義を示していない。なお、金融理論における概念に基づけば、正答はすべて「×」である⁵。図表6は、4点を満点として、完全ランダム回答を仮定した二項分布理論値と比較した。なお、10,000人の平均点は、リターン 1.71、標準偏差は 1.22 であった。“あてずっぽう”な回答よりも正答率が低い。では、どの問での正答が低いのであろうか。

図表7は設問ごとの回答率を示し

ている。正答の「×」は、③以外は、ランダムな回答よりも低い。特に①は低い。ここでも、リターンを平均的リターン=期待値と捉えるのではなく、“上手くいった場合の儲け”と捉えている人が多いことがうかがわれる。

また、④で、「ギャンブルも株式や投資信託への投資もハイリスク・ハイリターンという点で似ている」と答えた人が約6割を占めることは、多くの人が株式や投資信託への投資を、「平均的リターンは高いがリターンのばらつきが大きい」という本来の概念でのハイリ

(図表6) ギャンブルに係る設問の得点別実数と完全ランダム回答を仮定した二項分布理論値

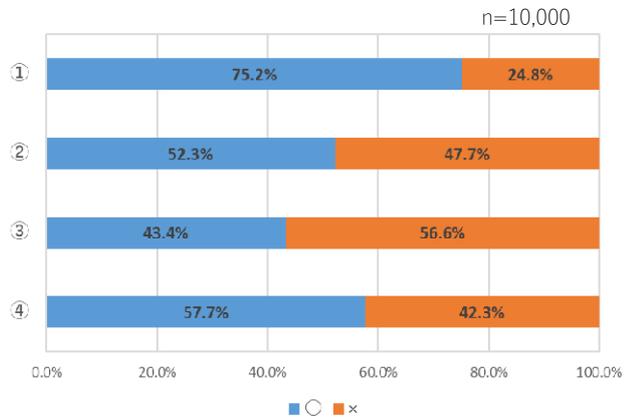


⁵ 競馬や宝くじの平均的リターン(統計学的期待値)はマイナスである。競馬の場合、掛金に対する払戻率は70~80%程度とされており、平均的リターンはおおむね-20~-30%程度となる。宝くじの場合は、当せん金付証票法により還元率は販売額の50%を超えてはならないと定められており、実際の還元率は46~47%程度とされる。したがって、平均的リターンは-53~-54%程度となる。

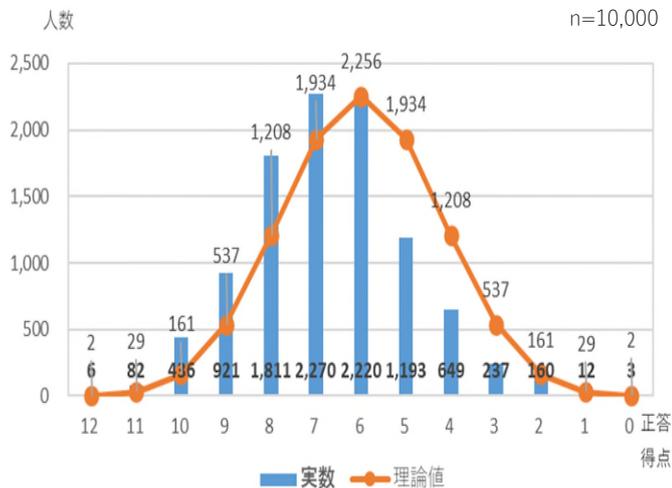
スク・ハイリターンとしてではなく、“上手くいった場合の儲けは大きい、上手く行かなかった場合の損失も大きい”ものとして認識していることを示唆していよう。

図表 8 は、くじの設問とギャンブルに係る設問を併せた計 12 点の正答数である。なお、10,000 人の平均点は 6.7 点、標準偏差は 1.76 であった。完全ランダム回答の理論値と比較すると、やや左にずれているがランダムとの差は小さい。また、図表 9 のリスク・リターンに係るくじの設問とギャンブルに係る設問の得点別回答数のバブルチャートによれば、くじの設問でランダムに答えた場合の理論値より正答数が多かった人でも、ギャンブルの設問ではランダム回答の理論値以下の正答数に留まる人が多いことがうかがわれる。

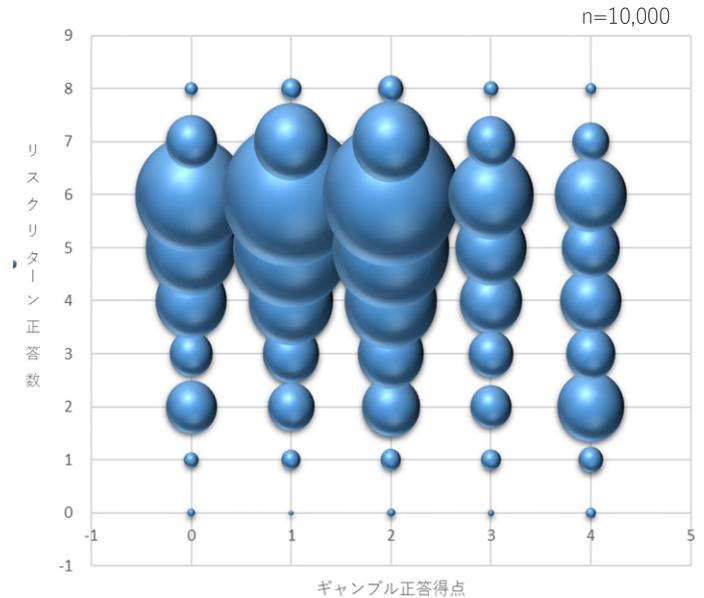
(図表 7) ギャンブルに係る設問の回答率



(図表 8) リスク・リターンに係るくじの設問とギャンブルに係る設問の金融理論における統計学的な正答率完全ランダム回答を仮定した二項分布理論値



(図表 9) リスク・リターンに係るくじの設問とギャンブルに係る設問の得点別回答数



図表 10 は、くじの設問の得点（8 点満点）を被説明変数、ギャンブルに係る設問の得点（4 点満点）を説明変数とした単回帰分析の結果である。相関係数は-0.1444 であり、両者の相関は弱い。くじの問題かギャンブルの問題のどちらかで正答数が多かった人のなか

でも、たまたま正解しただけで、金融理論におけるリスク・リターンの概念で認識しているとは言い難い人がかなり多い可能性を示唆していよう。

(図表 10) リスク・リターンに係るくじの設問の得点を被説明変数、ギャンブルに係る設問の得点を説明変数とした単回帰分析
n=10,000

(3) 金融知識 (BIG3) との関係

本調査では、金融知識の BIG3 とされる、「金利 (複利)」、「インフレ」、「分散」に係る以下の設問を置いた⁶。

Q:100 万円を年率 2%の利息 (複利) がつく預金口座に預け入れました。それ以外、この口座への入金や出金がなかった場合、5 年後には口座の残高はいくらになっていると思いますか。利息にかかる税金は考慮しないでお答えください。(1 つだけ)

- a.110 万円
- b.110 万円より多い
- c.110 万円より少ない
- d.わからない

Q:物価の上昇率(インフレ率)が 3%であると見込まれる時に、あなたが保有する資産が 1 年で 2%増える場合、1 年後の状況はどのようになりますか。(1 つだけ)

- a.資産は実質的に価値が下がるので、商品を買える量が減る
- b.資産が 2%増えるので、商品を買える量が増える
- c.変わらない

Q:次の A 社株と B 社株を均等に購入する場合、リターンとリスクはどのようになると考えられますか。

A 社株 : リスク・リターンともに高い / B 社株 : リスク・リターンともに低い

- a.均等に買うのだから、リスク・リターンとも、A 社株と B 社株の平均になる
- b.2 種類の株式を買うことで、振れ幅が抑えられ、リターンは平均に、リスクは下がる
- c.2 種類ともリスクのある株式を買うのだから、リターンは平均に、リスクは上がる
- d.2 種類の株式を買うので、リスク、リターンとも合計され、大きく、ハイリスク・ハイリターンになる

3 問とも正解している人は 2,845 人、2 問正解している人は 2,761 人、1 問正解している人は 1,268 人、全て不正解は 3,126 人であった。同設問では、選択肢が 3 ないし 4 であるので、正答率の高低をくじやギャンブルの設問と比較することは難しいが、3 問中 2 問以上の

変数	ギャンブルに係る設問の得点
回帰係数 β	-0.17259
標準誤差	0.011828
t 値	-14.5919
p 値	9.77099×10^{-48}
相関係数 r	-0.14440
決定係数 R^2	0.020853

⁶ 各設問の理論上の正答は、順に b、a、b である。

正解が過半数であることから、BIG3に係る人々の理解は、リスク・リターンに係る認識よりは高いように見受けられる。

BIG3の設問の正答数と図表2のリスク・リターンに係るくじの設問の金融理論における概念での正答数との相関係数は0.25019であり、正相関ではあるが、強い関係ではない(図表11)。「金利(=複利)」や「インフレ」はリターンに、「分散」はリスクに関係する概念である。しかし、BIG3の理解と金融理論におけるリスク・リターン概念の認識とは、必ずしも一致しないことが示唆される。

(図表11) リスク・リターンに係るくじの設問の得点を被説明変数、BIG3に係る設問の得点を説明変数とした単回帰分析

n=10,000

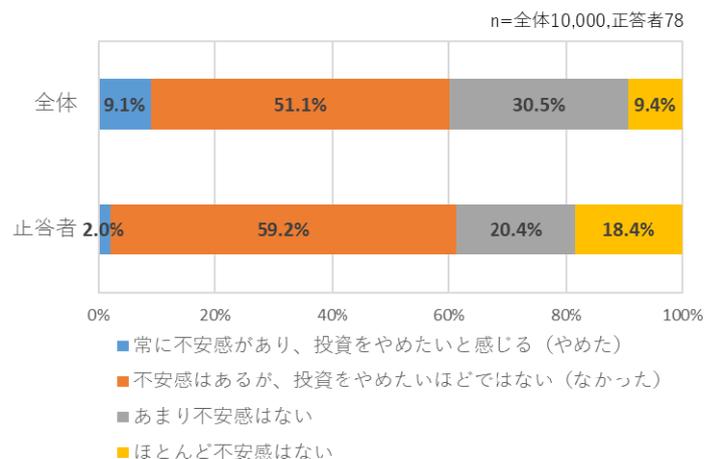
変数	BIG3に係る設問の得点
回帰係数 β	0.35698
標準誤差	0.013816
t値	25.8383
p値	$1.466996 \times 10^{-142}$
相関係数 r	0.25019
決定係数 R^2	0.062502

4. 総括

多くの人々の「リスク・リターン」の認識は、金融理論における統計学的な概念とは必ずしも一致していないと見られる。「リスク・リターン」の認識が人によって違っているのであれば、投資判断は「リスク・リターン」に基づいて行うべきだと説明しても、その真意が伝わらない可能性が高い。統計学的な計算式を理解しなくとも、「リスク・リターン」という言葉を、金融理論における統計学的な概念で認識することは、個々人が投資に対する不安感を緩和し、自身の状況に整合した適切な判断を行っているかと納得した上で投資を実行するようになるための第一歩と位置づけられるのではないだろうか。

図表12、図表2で示したリスク・リターンのくじの設問において金融理論における概念で全問正答であった78人と10,000人の回答者全体との間で、投資の不安感に対する回答を比較した。「ほとんど不安感がない」と「あまりない」の合計では比率に大きな差はない。ただ、その中で全問正答者の側では「ほとんど不安はない」という人の比率は高くなっている。一方、投資に不安感がある人の中で、「常に不

(図表12) リスク・リターンに係るくじの設問の金融理論における統計学的な正答者の不安度



安感があり、投資をやめたいと感じる」という人の比率は低くなっている。リスク・リターンを金融理論における概念で認識することで、少なくとも投資に対して強い不安を感じる人が減るということは言えるのではないだろうか。

本稿では、主として定量的結果の提示に留めたが、金融理論におけるリスク・リターン概念と人々の認識との間の乖離が存在する可能性を示した。次稿では、多角的な分析と考察を行う予定である。

【リターン・リスクに係るくじの設問の金融理論における統計学的な計算式】

	リターン=期待（平均）値	正答	リスク=標準偏差	正答
①	A. $0.5 \times 100 + 0.5 \times (-20) = 40$ B. $0.5 \times 40 + 0.5 \times 20 = 30$	A	A. $\sqrt{0.5 (100 - 40)^2 + 0.5 (-20 - 40)^2} = \sqrt{3600} = 60$ B. $\sqrt{0.5 (40 - 30)^2 + 0.5 (20 - 30)^2} = \sqrt{100} = 10$	A
②	A. $0.5 \times 100 + 0.5 \times (-60) = 20$ B. $0.5 \times 40 + 0.5 \times 20 = 30$	B	A. $\sqrt{0.5 (100 - 20)^2 + 0.5 (-60 - 20)^2} = \sqrt{6400} = 80$ B. $\sqrt{0.5 (40 - 30)^2 + 0.5 (20 - 30)^2} = \sqrt{100} = 10$	A
③	A. $0.5 \times 100 + 0.5 \times 20 = 60$ B. $0.5 \times 90 + 0.5 \times 50 = 70$	B	A. $\sqrt{0.5 (100 - 60)^2 + 0.5 (20 - 60)^2} = \sqrt{1600} = 40$ B. $\sqrt{0.5 (90 - 70)^2 + 0.5 (50 - 70)^2} = \sqrt{400} = 20$	A
④	A. $0.5 \times 100 + 0.5 \times 20 = 60$ B. $0.5 \times 20 + 0.5 \times (-20) = 0$	A	A. $\sqrt{0.5 (100 - 60)^2 + 0.5 (20 - 60)^2} = \sqrt{1600} = 40$ B. $\sqrt{0.5 (20 - 0)^2 + 0.5 (-20 - 0)^2} = \sqrt{400} = 20$	A

【参考文献等】

Lusardi, A., & Mitchell, O. S. (2005). "Financial Literacy and Planning: Implications for Retirement Wellbeing?" CeRP Working Papers 46, Center for Research on Pensions and Welfare Policies

Lusardi, A., & Mitchell, O. S. (2011). "Financial Literacy Around the World: An Overview" NBER Working Paper Series, National Bureau of Economic Research

Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk." *Econometrica*,

(問い合わせ先)
 一般社団法人 投資信託協会
 広報部 調査広報室
 03-5614-8455
 jita-research@toushin.or.jp