

個人投資家の動向について

二上季代司

今年三月の東日本大震災を契機に引き起こされた株価急落、円の急騰とその後の乱高下は、先物・オプション取引や外為証拠金（FX）取引、株式の信用取引など、短期回転売買の個人投資家に大きな損失をもたらしたといわれる。こうしたショックは個人顧客の今後の投資行動にどのような影響を与えるのだろうか。近年では二〇〇八年九月のリーマン・ショック時にも大きな相場変動を経験したが、それが個人投資家に与えた影響はどうだったのだろうか。

他方、個人投資家の動向は、二〇〇〇年代に入ってからこれまでとは異なる傾向をみせていた。こうした趨勢・傾向は、リーマン・ショックや大震災のような大きな相場変動によって軌道修正するのだろうか。以下では、フロア（取引高）とストック（資金の純流出入）の両面から、個人投資家の動向をみた。

1 フロー（短期回転売買）の動き⁽¹⁾

「現物株と指数先物」

近年、わが国証券市場における個人投資家の取引動向は、現物株から先物・オプションへシフトする傾向をみせていた。図1は、東証および大証の「投資家別売買動向」から作図したもので、個人投資家による現物株（三市場計）および先物（大証の日経二二五先物、想定元本ベース）の一日あたり取引高（金額ベース）を比較して

みたものである。これをみると、二〇〇六年頃から個人の指数先物取引が急増し、二〇〇八年には個人の現物株取引の八割に相当するまでになっている。

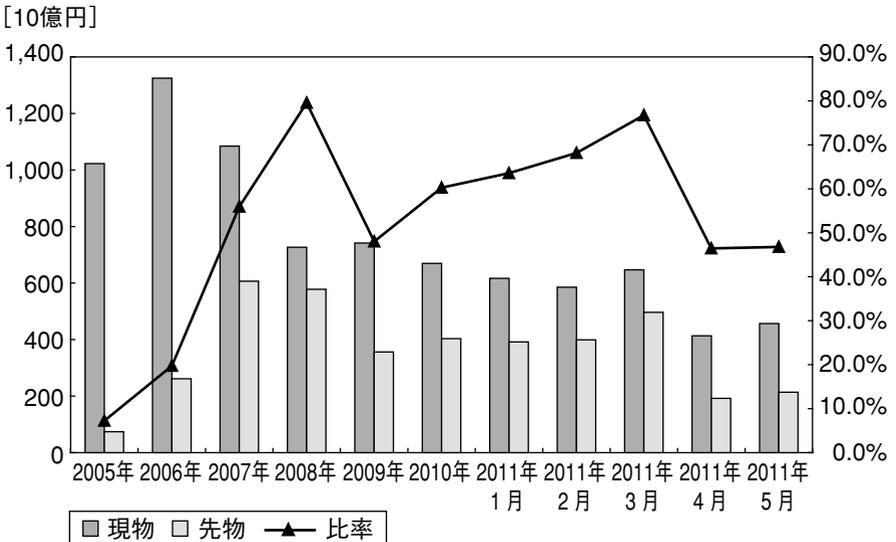
特に、二〇〇六年に開始した日経二二五「ミニ」の個人による取引増加が著しく、二〇〇九年以降、現在に至るまで、金額ベースで日経二二五「ラージ」の個人取引額を上回っている。

しかし、リーマン・ショックおよび今回の大震災をへて、個人の株式売買は落ちこみをみせているが、先物取引はもっと大きく落ちこんでいる。

「指数オプション」

次に、大証の日経二二五オプション取引をみてみよう。図2は二〇〇五年以降の大証日経二二五オプション取引高を枚数ベースでみたもので、比率は取引高に占める個人の売買シェアである。これによると、個人の日経二二五オプション取引は、最近まで一貫して増加し、その増加速度は全体よりも速かったため、売買シェアは一〇%から一六%にまで上昇していた。リー

図1 個人投資家の現物と先物の1日あたり取引高（金額ベース）



(注) 売り買い合計の往復計算。現物は三市場合計。先物は大証の日経225先物（想定元本、2006年以降は「ミニ」も含む）。取引高は左目盛り、比率は先物÷現物（右目盛り）。

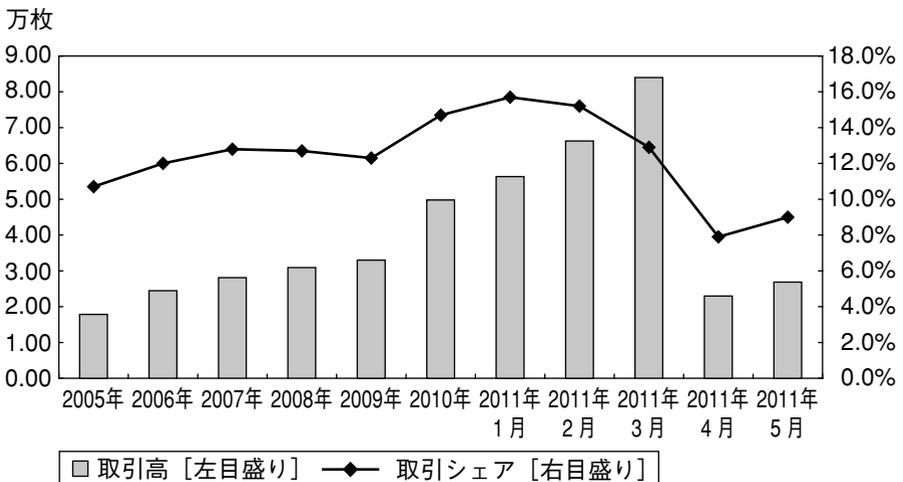
(出所) 東証『統計資料』および大証『統計資料』より作成

マン・ショック後、個人の先物取引は減少したが、オプション取引は逆に増加していったのである。つまり、個人の値鞘稼ぎの株式投機は現物株から指数先物取引へ、さらに指数先物から指数オプションへとシフトしていったと考えられる。

ところが、大震災後、個人のオプション取引は先物取引と同様、いやむしろ、それ以上に大幅な落ちこみをみせている。今回は、個人のデリバティブ取引総体からの後退がみられるのである。

その理由は何だろうか。一つ考えられるのは、証拠金の引き上げである。⁽²⁾ 大証は、毎週、過去の株価指数の値幅（高値と安値の幅）とボラティリティから証拠金基準額を公表し、それを参考に証券各社は顧客の委託証拠金を決めて⁽³⁾いるが、大震災後は証拠金基準額を大幅に引き上げたのである。しかし、リーマン・ショックのときにも、大証は証拠金を引き上げているが、その際には、オプション取引はむしろ拡大した（もつともオプションの場合、証拠金の差入れは「売り手」にのみかかり、「買い手」にはかからな

図2 個人のオプション取引高（1日あたり）とシェア



(注) 売り買い合計の往復計算。大証の日経225プットとコールの合計。シェアは個人の取引高のウェイト。

(出所) 図1に同じ

い)。

更に検討してみる必要があるであろう。

〔FX取引〕

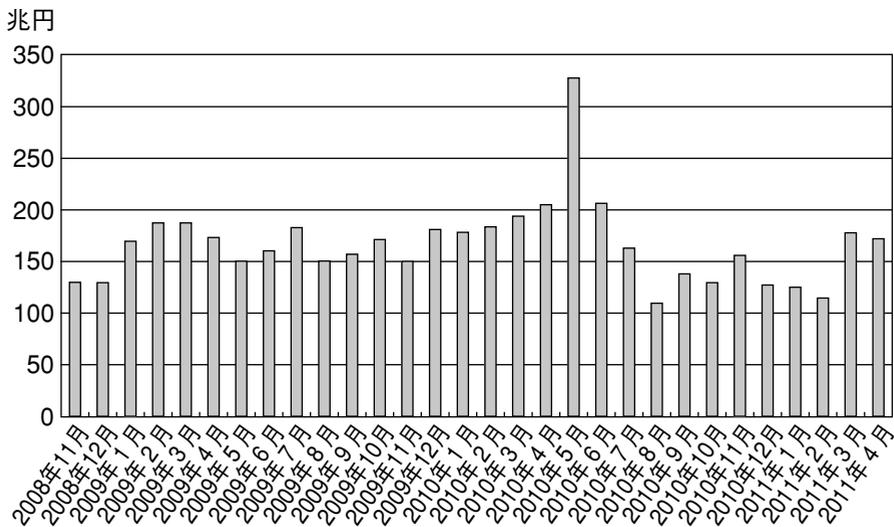
外為証拠金取引（FX取引）の顧客層は主婦や若い人が多いといわれてきたが、最近では証券取引の中心顧客である四〇〜六〇代の中年男性にも広がっているといわれている。どの業者も、相場変動に対するリスク管理の観点から、証拠金を上回る損失が発生する手前で強制的に手仕舞いさせる「ロス・カット・ルール」を取り入れしており、震災後の円急騰で大きな損失を蒙った顧客が出たといわれる。

FX取引は、店頭取引と取引所上場取引（東京金融取引所および大証）があるが、規模からみれば店頭取引が圧倒的に大きい。そこで金融先物取引業協会加盟業者による店頭FX取引高および建て玉の推移をみると、図3、4のようである。

これによると、震災後は一旦、減少したもののそれほど大きな落ちこみはみせていないことがわかる。もともと、FX取引は、昨年八月に取引可能額の証拠金に対する倍率（レバレッジ倍率）が規制されて五〇倍が上限とされた。この上限規制は、昨年みられた取引急減に無関係ではなかったと考えられるし、今年八月にさらに上限二五倍へと規制強化されれば減少する可能性はある。

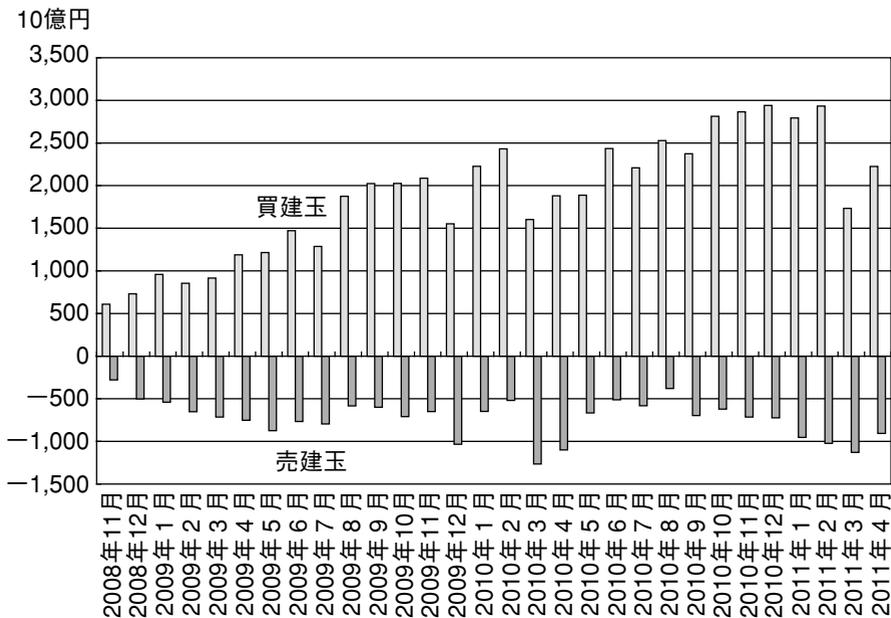
他方、上限規制導入後、むしろ取引所上場のFX取引は増えている。図5は、東京金融取引所でもっとも出来高の多い「円・ドル」FXの一日あたり取引高の推移をみたものである。レバレッジ倍率の上限規制は店頭取引から上場取引へのシフトを促したように思われるが、その取引所上場FXも震災後は減少傾向をみせている。ただし、それほど大きな落ちこみでもない。

図3 店頭外為証拠金総取引金額



(出所) 金融先物取引業協会『統計資料』より作成

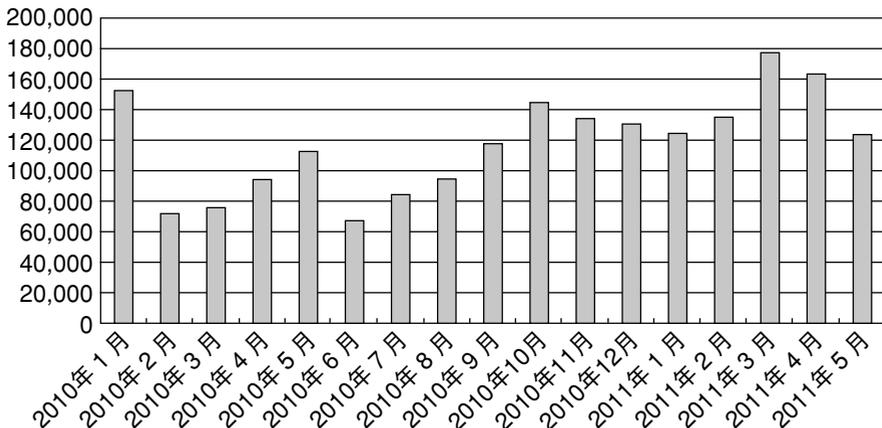
図4 店頭外為証拠金建玉



(出所) 図3に同じ

図5 東京金融取引所為替証拠金取引（1日あたり平均、ドル/円）

1万通貨単位



(出所) 東京金融取引所『統計資料』より作成

2 資金の純流出入

そこで、今度は角度を変えて、保有残高や資金の流出入をみることで個人投資家の動向に変化がみられるかどうかを検討してみよう。個人金融資産は残高としてはなお預貯金の保有割合がきわめて高いが、証券市場への資金流出入という点で見れば、預貯金から証券市場への資金シフトは穏やかながら続いてきたのである。表1は、二〇〇三年から二〇一〇年九月までの家計金融資産の純増分がどのように配分されたかをみたものである。二〇〇三年は、「貯蓄から投資へ」というスローガンのもと、証券優遇税制が開始された年である。

これによると、この間、家計金融資産には七七兆円の資金純増があったが、預金には二五兆円強が流入したが、証券には四六兆円が流入したのである。このうち最も多くの資金が流入したのが投信である。そこで、次に投資信託の設定・解約状況からやや中長期的な資金の動向についてみよう。

〔株式投資信託〕

公募投資信託の純資産額は四月末現在、六六兆円強であるが、このうち株式投信が五五兆円である。そこで株式投信の純流出

入額と解約額をみることで、投信市場における個人資金がどのような動きをしているかをみてみよう。図6は二〇〇七年以降についてみたものである。それ以前の一九九〇年代は、設定よりも解約の方が多く資金はネットで流出し、しかも解約率がかなり高かった。

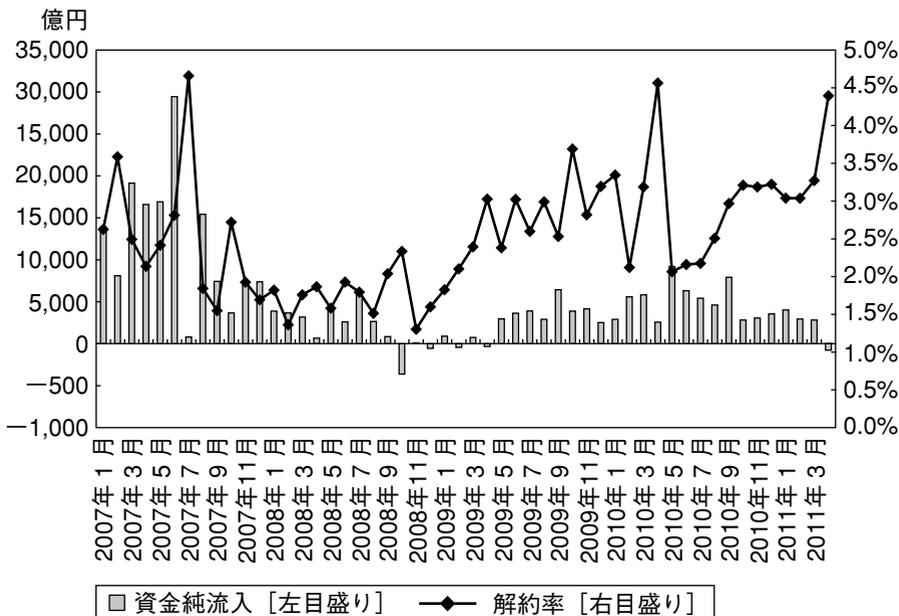
しかし二〇〇〇年代に入ると、資金は一貫して純流入に転じ、解約率も穏やかになっていった。その背景としては、銀行窓販の開始とそ

表1 家計金融資産の資金純流出入（2003年～2010年9月）

合計	年平均			差引
771,130	約10兆円			
証券				464,098
投資信託	国債・財投債	事業債	株式	
351,861	201,598	9,088	-98,449	
預金				256,061
流動性預金	定期性預金	差引		
492,077	-236,016			

（出所）日本銀行『資金循環勘定 金融取引表（フロー）』より作成

図6 株式投信の資金純流入と解約率



（注）解約率は、解約額÷前月末純資産額。
（出所）投資信託協会『統計資料』より作成

の拡大、証券会社の営業サイドでも預かり資産の積み上げを重視する「資産管理型営業」への転換が指摘できるだろう。

ところで資金の純流入と解約率との関係には「正の相関」がみられる傾向にあった。投信への資金の純流入が増えるときは、往々にして新規設定の投信販売が増えるときであり、乗換えも増えるからである。二〇〇〇年以前には、営業サイドの強引な「乗換え販売」が多かったといわれているが、それ以降は、変動しながらも解約率は低下傾向を示していたため、営業サイドというよりも、顧客の発意によるものであったと考えられる。

ところがリーマン・ショック後、解約率と資金純流入との正の相関は維持されつつも、資金流入額とは離れて解約率が高止まりする傾向にある。昨年五月には解約率が急上昇し、今年に入って震災後は、正の相関が反転し、資金純流入額が減少しているのに、解約率は逆に上昇している。リーマン・ショック後の世界的な金融緩和の長期化と為替動向とりわけ昨年五月の「ギリシャ危機」以降のユーロ急落が、外債で運用する毎月分配型投信のパフォーマンスに悪影響を与えたことが考えられる。

いずれにせよ、中長期の運用市場である投信市場が短期化しつつある。これは営業サイドの要因というよりも顧客の発意によるものであり、明らかに投信市場における顧客動向の変化を反映しているといえるだろう。

3 最後に

以上、現物株や株価指数先物・オプション、FXならびに投資信託を取り上げて、個人の投資動向にどのような変化がみられるのか、公表された統計資料に基づいてみてきた。もともと、より詳細に検討するには、もう少し時間の経過が必要のように思われる。

- (1) 先物、オプションともに大証の日経二二五の取引高が圧倒的に大きい。このため、以下、本文では、日経二二五先物、同オプション取引のみを取り上げている。
- (2) このほか、大震災当時は、相場の急変で追証の差入れが間に合わず、その結果、立替払いを迫られて貸し倒れを計上した証券会社が、新規の「売り建て」注文をストックさせたことなどが取引減少の背景にあった。
- (3) SPANパラメーターを用いた計算式で算出されており、値幅を表す「プライス・スキャン・レンジ」とボラティリティを表す「ボラティリティ・スキャン・レンジ」から成り立っている。震災直前の「プライス・スキャン・レンジ」と「ボラティリティ・スキャン・レンジ」は「二七万円」と「四・二」で過去の水準からみて最も低い水準であったが、震災後は大幅に引き上げられ、四月には「百五万円」と「三〇」、現在でも「六〇万円」と「一五・八」で高止まりしている。
- (4) 本年四月末現在、同協会に取引概要を報告している業者は五五社で、店頭取引の九九%、建て玉の九八%を占めている。

(にかみ きよし・客員研究員)