

# 「資金循環から見た家計の投資行動の変化」

個人はリスクをとっている

平成 16 年 8 月 20 日

若林良之助  
(日本証券経済研究所)

## 「資金循環から見た家計の投資行動の変化 個人はリスクをとっている」

平成16年8月20日

若林良之助

去る3月15日に日本銀行から「資金循環勘定」の2003年データが公表された。今回の資金循環勘定では、これまで我が国の最大の貯蓄主体であった「家計」の資金過不足（「資金の投資・貯蓄」マイナス「資金の取崩し・借入金返済等」）が前年までのプラスからマイナスに転じたことが大きく注目された。（6月15日には2003年度のデータが日本銀行から公表されたが、年度ベースでも家計の資金過不足はマイナスであった。）米国では、数年前に家計の貯蓄がマイナスとなり、個人消費の動向や景気の見通し等に対する影響について大きな議論を呼んだことは記憶に新しい。ただ、米国の場合には、「家計」は、我が国のように大幅な貯蓄超過を継続していたわけではなく、比較的貯蓄率は低位で推移していたという事情がある。これに対し、我が国の場合には、戦後経済成長を支えてきた要因のひとつとして、「家計」の貯蓄率の高さが顕著であり、この貯蓄が企業の投資に回ることにより、成長システムが円滑に機能してきたと評価されてきたのである。

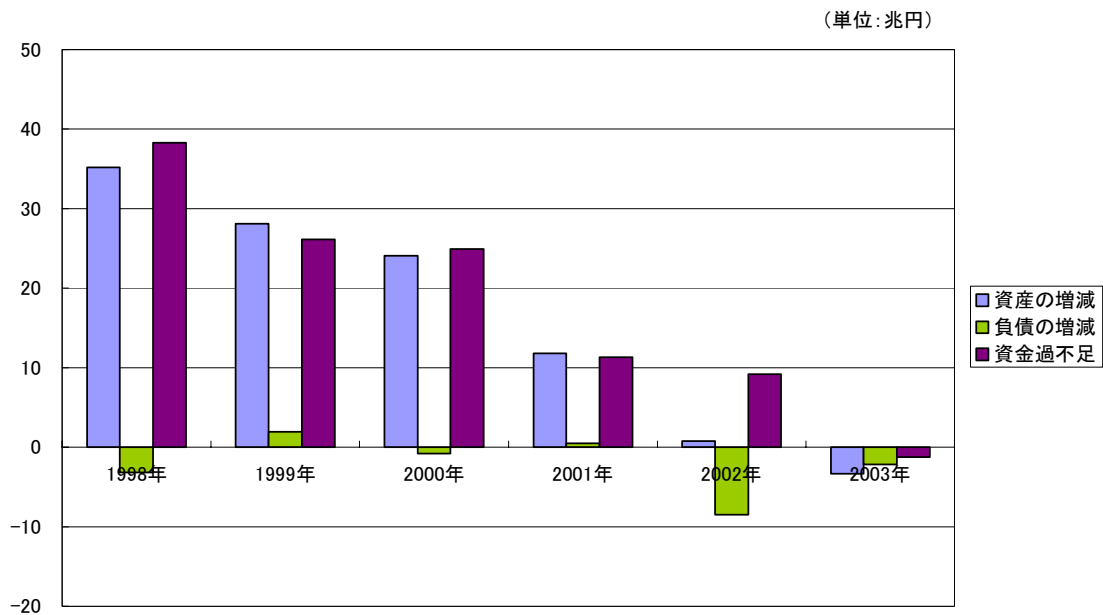
今回、このレポートでは、このような我が国の貯蓄率のマイナスへの転換が今後とも継続する性質のものなのかどうか、また、マイナスへの転換に伴って家計の投資行動にどのような変化が見られるのかなどについて分析するとともに、これらの投資行動の変化に対応した今後の市場整備のあり方についても言及することとしたい。

（なお、上述したように6月15日には、日本銀行から2003年度の資金循環統計が公表されているが、政府の国民所得統計との比較等との関係で、このレポートでは3月15日に発表された2000年の「年ベース」の資金循環統計を主に分析の対象とした。）

## 1 2003年資金循環勘定の家計の特徴的な動き

図表1は、日本銀行で公表している1998年から2003年までの資金循環勘定における家計の資産・負債・資金過不足の「フロー（増減）」をグラフに示したものである。

（図表1）家計の資産・負債・資金過不足のフローの推移（日銀統計）



2001年までは、家計は、基本的に、資産を増加させ（貯蓄を行い）、ほぼそれと同等の資金余剰（貯蓄超過）を生み出していた。ただし、資産の増加額は、年を追うごとに逡減傾向にあり、2002年には、ほぼゼロ（0.7兆円）に近づいた。しかし、2002年には、同時に負債も大きく減少させており、この結果、資金余剰は大きく減少することにはならなかった。ここで注意すべきことは、家計の資産の増減は、2002年については年間を通じてフローはプラスであるが、2002年のいずれかの時点でプラスからマイナスに転じた可能性が高いということである。2003年は、負債が減少したにもかかわらず、それ以上に資産が減少したため、結果的には、年間を通じてのフローは1兆2000億円のマイナスとなった。これは、我が国で戦後、資金循環勘定の統計を取り始めて以来の初めてのマイナスである。

では、なぜこのようなマイナスが記録されるに至ったのか。それを、まず家計の所得と貯蓄に関する国民所得統計から分析してみることにする。

## 2 国民所得統計にみる家計の動き

### (1) 家計の第1次所得の構成要素の推移

国民所得統計では、家計の第1次所得は、次の要素から構成される。

雇用者報酬（賃金・俸給及び雇主の社会負担<sup>1</sup>）

財産所得（受取マイナス支払）

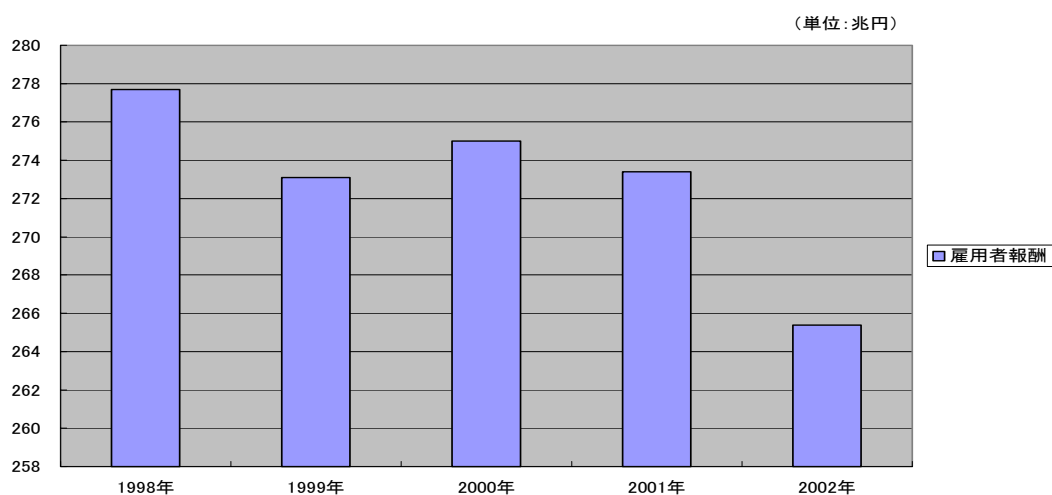
個人事業者の営業余剰・混合所得

以下において、これらのデータの推移を分析する。なお、これらのデータは、統計の公表時期の関係から、2002年までの計数に基づいている。

#### 雇用者報酬の推移

図表2に示されるように、1998年以降、雇用者報酬は、若干の増減はあるものの傾向的には減少しており、特に2002年は大幅な減少となった。この結果、1998年と2002年を比較した場合、名目値で、12兆3500億円の減少となっており、雇用者報酬の大幅な減少が、家計の貯蓄行動に何らかの影響を与えたことを窺わせるデータとなっている。

(図表2) 雇用者報酬の推移



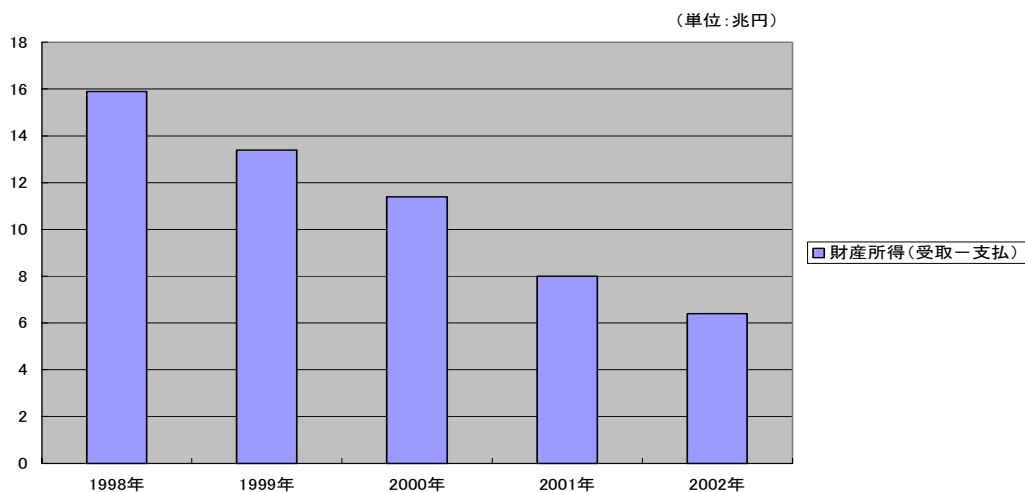
<sup>1</sup> 「雇主の社会負担」とは、厚生年金、国民年金、労働保険、健康保険などの社会保険に対して雇主が負担する保険料等である。

雇用者報酬は、「賃金・俸給」と「雇主の社会負担」から成るが、このうち、主に減少が目立つのは、「賃金・俸給」である。近年の雇用環境の悪化や経営状況の不振を反映して、マクロ的に見ても家計の収入の太宗を占める「賃金・俸給」の減少が、家計収入の減少を招いている主要な原因であることが分かる。

### 財産所得の推移

次に、図表3は、財産所得の推移を示している。財産所得は、預金利子等の受取から消費者金融利子等の支払を控除したものであるが、特に、金利の低下に伴って預金利子等の受取額が減少したことが大きな要因となって、財産所得の減少につながっている。

(図表3) 財産所得(受取マイナス支払)の推移



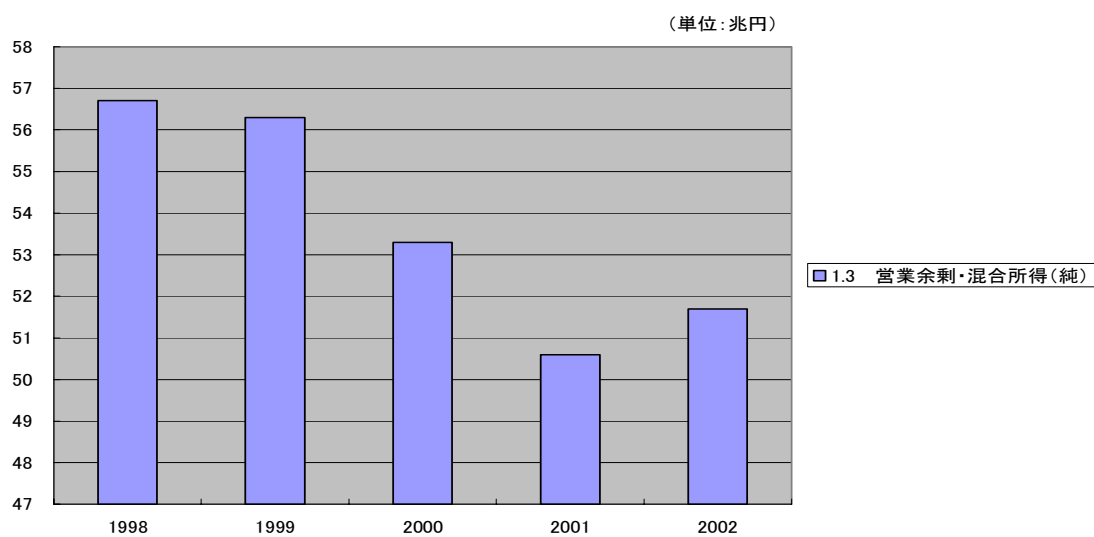
すなわち、預金利子等の受取利子は、1998年には、14兆4800億円であったが、2002年には、5兆円となり、その減少額は9兆4800億円に上っている。

従って、1998年から2002年にかけて、雇用者報酬と受取利子の双方の合計で、21兆8300億円もの巨額の収入減が家計を直撃したことになる。

### 営業余剰・混合所得の推移

営業余剰・混合所得は、個人事業を営む個人企業の所得を示すものであるが、図表4に示されるように1998年から減少していたが、2002年にはわずかではあるが上向きに転じている。

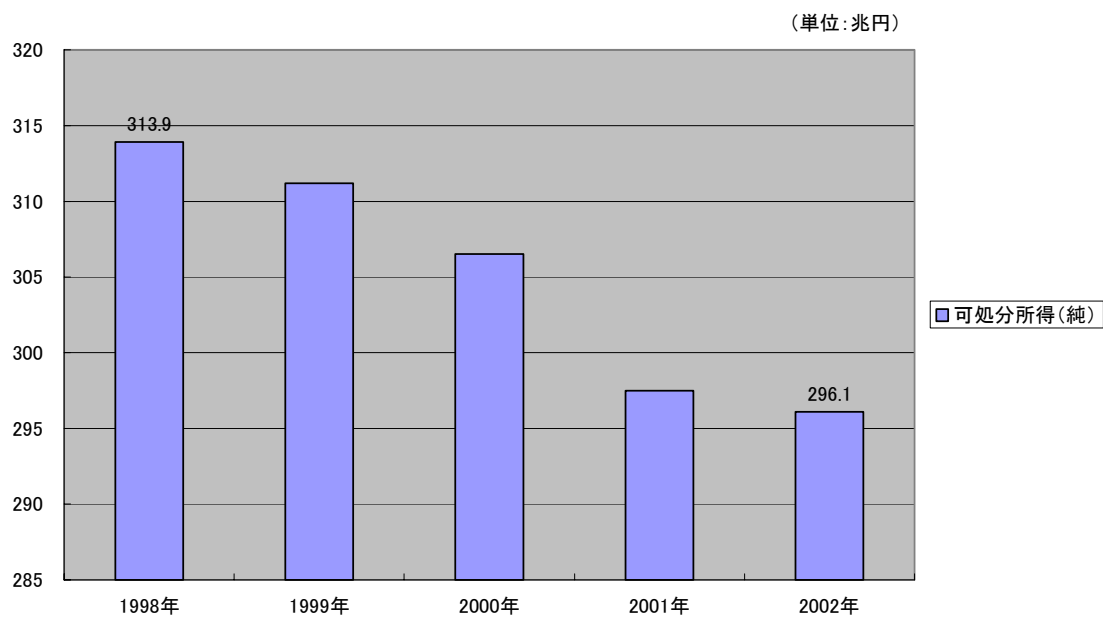
( 図表 4 ) 営業余剰・混合所得の推移



( 2 ) 家計の可処分所得の推移

以上のような家計の第1次所得から、租税等を差し引き、さらに年金等の社会保険給付を加えたものが「可処分所得」であるが、このようにして算出された可処分所得は、図表5のように明確な減少傾向を示している。

( 図表 5 ) 可処分所得の推移

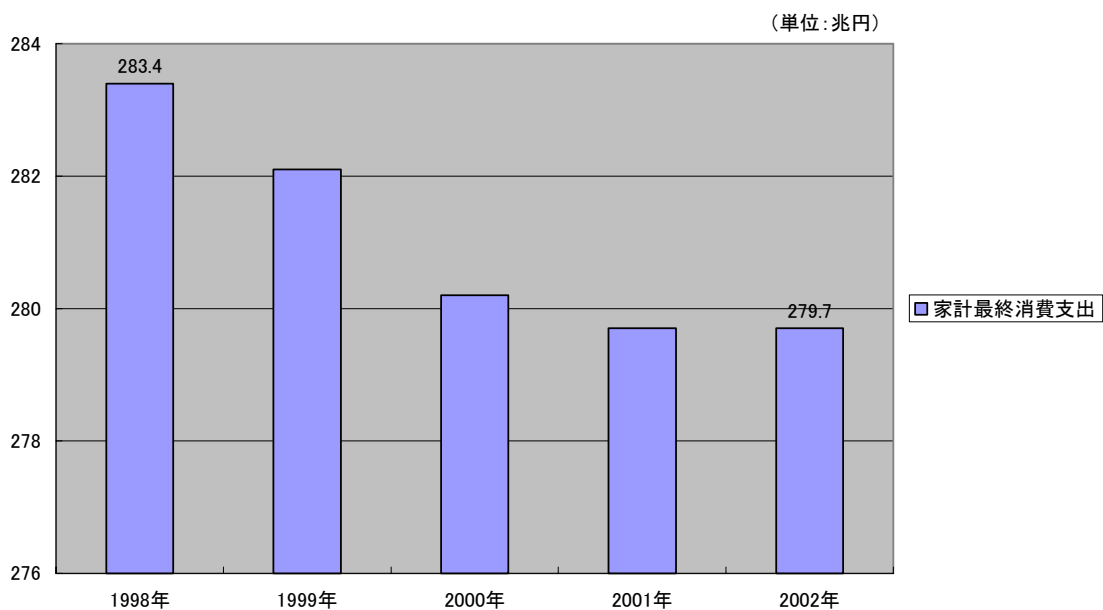


1998年と2002年の比較では、可処分所得は、17兆8500億円の減少となっているが、この減少額は、雇用者報酬と受取利子の2つの要素による21兆8300億円の減少額が確認された上記(1)での分析とほぼ同じ内容の結果になっている。

### (3) 家計の消費動向

家計の消費については、図表6に示されるようにデフレを反映して、減少傾向にあるが、1998年と2002年の比較においては、3兆8000億円の減少にとどまっている。ただし、帰属家賃を控除した家計の消費支出の同じ期間の減少額は、7兆7200億円となっているが、いずれも可処分所得の減少額(17兆8500億円)よりは少ない額になっている。

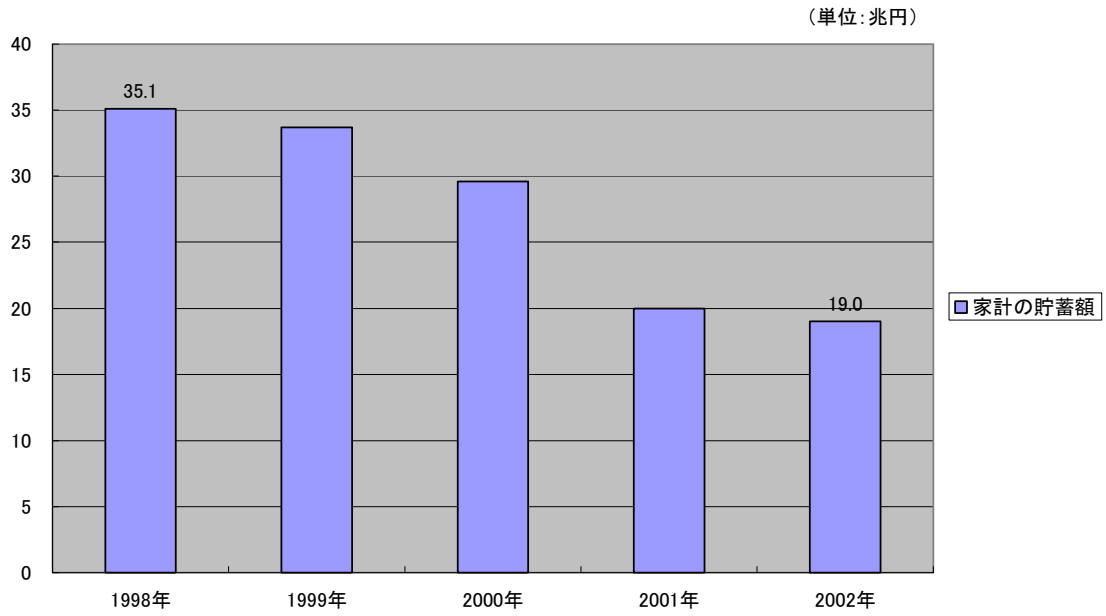
(図表6) 家計最終消費支出の推移



### (4) 家計の貯蓄

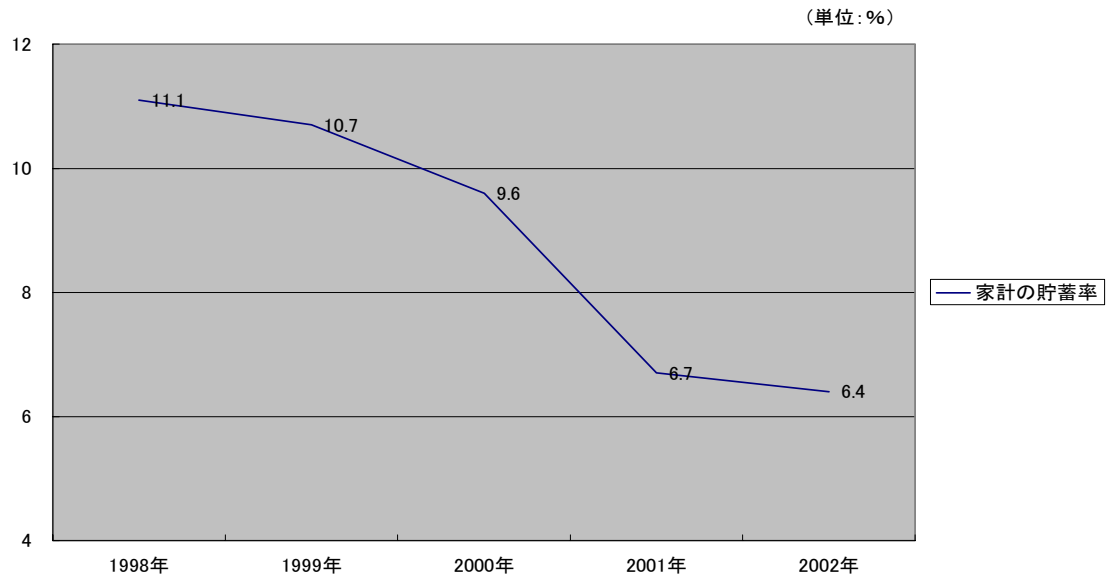
家計の可処分所得から消費支出を差し引いた残りが「貯蓄」となるが、以上の分析でも既に予想されるように、消費の減少額に比して、可処分所得の減少額の方が大きいことから、家計の貯蓄は年々大きく減少している(図表7)。1998年には、35兆円を越えていた貯蓄額が2002年には19兆円にまで減少した(減少額は約16兆円)。

( 図表 7 ) 家計の貯蓄額の推移



この結果、家計の貯蓄率は、1998年の11.1%から2002年の6.4%へほぼ半減に近い落込みとなっている(図表8)。

( 図表 8 ) 家計の貯蓄率の推移

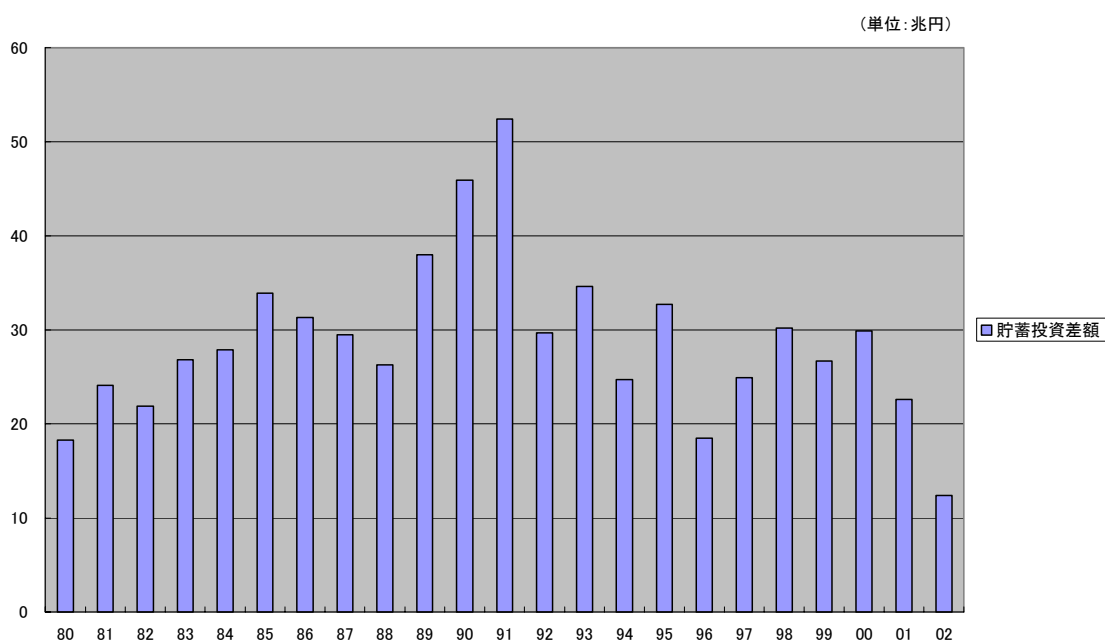




### (5) 「貯蓄投資差額」と「資金過不足」

家計の貯蓄は、住宅投資などの実物投資に向けられた残りが「貯蓄投資差額」となり、これは他の部門（民間企業部門、政府部門など）の赤字をファイナンスする。この「貯蓄投資差額」は、これまで巨額であり、高度成長期には企業の設備投資資金のために利用されるとともに、安定成長期には主に政府部門の赤字をファイナンスしてきた。図表9に示すように1980年以降の家計の「貯蓄投資差額」は、1991年の52兆4000億円がピークであったが、2002年にはそれが12兆4000億円までに顕著に減少している（ピーク時に比較して40兆円の減少。1998年に比較して、17兆9000億円の減少）。

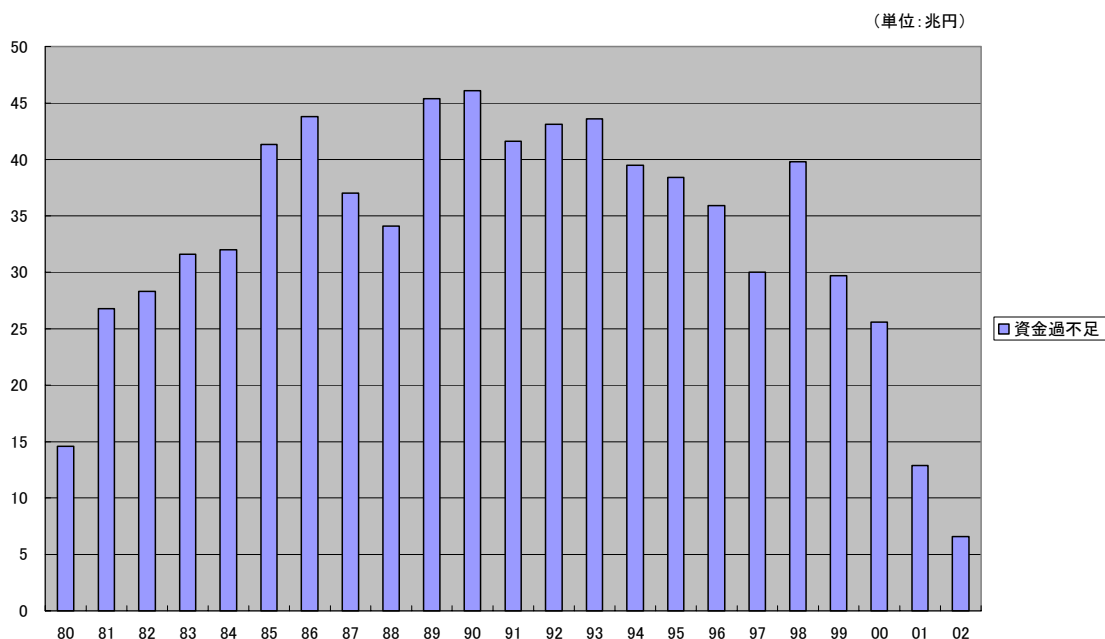
(図表9) 家計の「貯蓄投資差額」の推移



この「貯蓄投資差額」は、家計にとって、可処分所得から消費支出を差し引き、さらに実物投資を行った後の「余剰」(マイナスの場合には「不足」)であるから、それは何らかの金融資産の増加分または減少（これは「資金過不足」と呼ばれる）に概念上は等しくなる。しかし、実際に国民所得統計上の「貯蓄投資差額」と「資金過不足」は、統計上の不突合<sup>2</sup>などがあって、必ずしも一致しない。このことを念頭に置いた上で、家計の「資金過不足」をみると図表10に示すとおりである。

<sup>2</sup> 「貯蓄投資差額」は実物面からのデータに基づいて統計的に算出されているのに対して、「資金過不足」は金融面からのデータによって算出されていることから、概念上は両者は一致しても、算出された数値的な結果は必ずしも一致しない。これを「統計上の不突合」と呼んでいる。

(図表 10) 家計の「資金過不足」の推移 (国民所得ベース)



1980年以降の各年の家計の「資金過不足」は、1990年の46兆1000億円がピークであったが、2002年にはそれが6兆6000億円に減少している（ピークからの減少額は39兆5000億円。1998年との比較では、33兆1000億円の減少）。このように「貯蓄投資差額」と「資金過不足」は必ずしも一致しないが、両者とも同様に急速な低下を示している。このような低下の背景としては、国民所得統計上の可処分所得及び貯蓄の大幅な減少がその要因となっていることを示している。

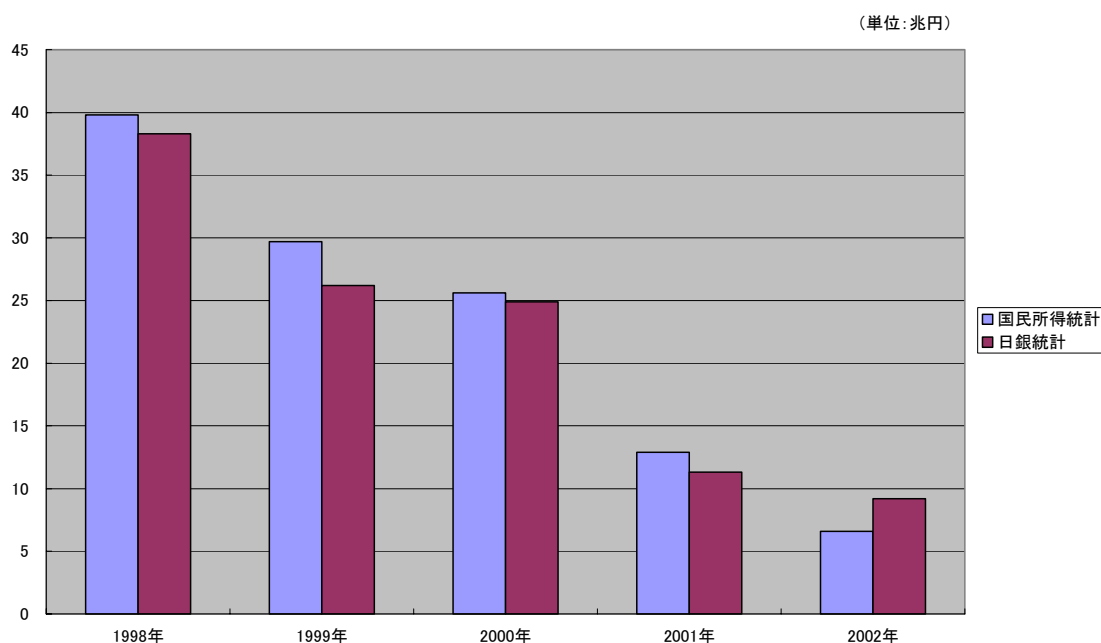
以上から、マクロ的に見れば、主として雇用者報酬と利子受取の減少により、家計の可処分所得が減少し、その結果、貯蓄減を通じて家計の資金過不足の「資金余剰」を大幅に減少させてきた状況が理解される。

#### (6) 国民所得統計と日銀統計の「資金過不足」の比較

国民所得統計のほか、日本銀行の「資金循環統計」においても家計の「資金過不足」が別途算出されている。この両者は、基礎となる統計データを統一的使用するなどして、かなりの程度「整合性」が図られているが、一部に株式・出資金について「株式」に非公開株式を含めるか否かなどの相違があるため、両者は必ずしも一致しないという点に留意する必要がある。

これを比較するために、1998年から2002年までの国民所得統計上の「資金過不足」と日本銀行の資金循環勘定の「資金過不足」を図表11に示す。この図表からは、各年の両者の数値は誤差が生じているもののその動きはほぼ一致しており、国民所得統計上の家計の所得及び消費の動向が原因となって国民所得統計上の「資金過不足」の資金余剰の急速な減少をもたらしていること、同時にそれが日本銀行の資金循環勘定の「資金過不足」とも基本的には同様の動きをもたらしていることが分かる。

(図表11) 国民所得統計と日銀統計の「資金過不足」の比較



以上の留意点を念頭に置きつつ、最新のデータが公表されている日本銀行の資金循環勘定の「資金過不足」を中心にして家計の金融資産の動向について分析を行う。

### 3 日本銀行の資金循環勘定にみる家計の資産・負債の動向

1998年から2003年までの資金循環勘定のフローのデータによる資産・負債の増減を示したものが図表12である。

(図表12) 資金循環勘定のフローの推移

(単位：億円)

	1998年		1999年		2000年		2001年		2002年		2003年	
	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債
現金・預金	316,975		236,691		79,622		116,016		118,625		54,744	
現金	31,101		36,220		-4,214		37,697		28,033		7,032	
流動性預金	57,150		85,514		106,809		209,550		348,629		113,433	
定期性預金	223,105		103,775		-32,002		-131,655		-265,739		-76,709	
譲渡性預金	-195		65		-95		-262		181		-147	
外貨預金	5,814		11,117		9,124		686		7,521		11,135	
貸出		-1,625		29,688		1,050		3,221		-68,710		-31,019
民間金融機関貸出		-3,799		14,925		894		13,684		1,339		57,276
住宅貸付		38,802		55,295		25,469		43,924		49,476		98,066
消費者信用		-12,151		-2,735		6,184		13,036		-4,850		-8,822
企業・政府等向け		-30,450		-37,635		-30,759		-43,276		-43,287		-31,968
公的金融機関貸出金		2,827		20,738		133		-14,810		-65,830		-83,629
うち住宅貸付		-4,404		15,857		4,436		-19,904		-66,103		-81,795
非金融部門貸出金		-193		-3,051		-361		5,053		-2,687		-2,746
割賦債権		-460		-2,924		384		-706		-1,532		-1,920
株式以外の証券	-73,191		-76,140		41,402		-32,899		-104,448		-38,871	
国債	-5,324		-4,347		19,586		25,777		9,941		11,580	
地方債	832		445		1,091		-338		-12		123	
政府関係機関債	-843		65		60		24		64		47	
金融債	-9,737		-7,869		-7,169		-19,744		-37,662		-23,094	
事業債	1,674		3,369		854		587		302		411	
投資信託受益証券	12,885		-10,798		88,248		18,439		-4,982		21,218	
信託受益権	-71,012		-53,934		-57,705		-54,797		-69,932		-48,192	
担当証券	-1,666		-3,071		-3,563		-2,847		-2,167		-964	
株式・出資金	187		10,249		4,562		-3,753		-10,036		-36,565	
うち株式	-3,078		-8,087		-17,778		-2,512		1,743		-11,317	
金融派生商品	629	618	-718	-690	61	69	0	0	0	0	0	0
フォワード系												
オプション系	629	618	-718	-690	61	69	0	0	0	0	0	0
保険・年金準備金	130,101		109,731		126,516		38,449		-15,346		-49,862	
保険準備金	46,346		32,823		21,269		3,532		-33,148		-55,916	
年金準備金	83,755		76,908		105,247		34,917		17,802		6,054	
預け金	-3,084		744		1,129		-5,036		-13,123		-1,901	
企業間・貿易信用		-23,115		-9,443		-3,435		-18,926		2,403		13,754
未収・未払金	-22,959	-3,713	-22,378	-2,541	-22,042	-3,356	-8,299	2,759	-4,226	547	-4,889	-3,011
対外証券投資	3,570		28,482		9,827		17,166		37,806		40,091	
その他	-625	-3,710	-5,571	2,391	-39	-2,292	-3,583	17,894	-1,505	-18,622	3,676	-1,353
資金過不足		383,148		261,685		249,002		113,113		92,129		-11,948
合計	351,603	351,603	281,090	281,090	241,038	241,038	118,061	118,061	7,747	7,747	-33,577	-33,577

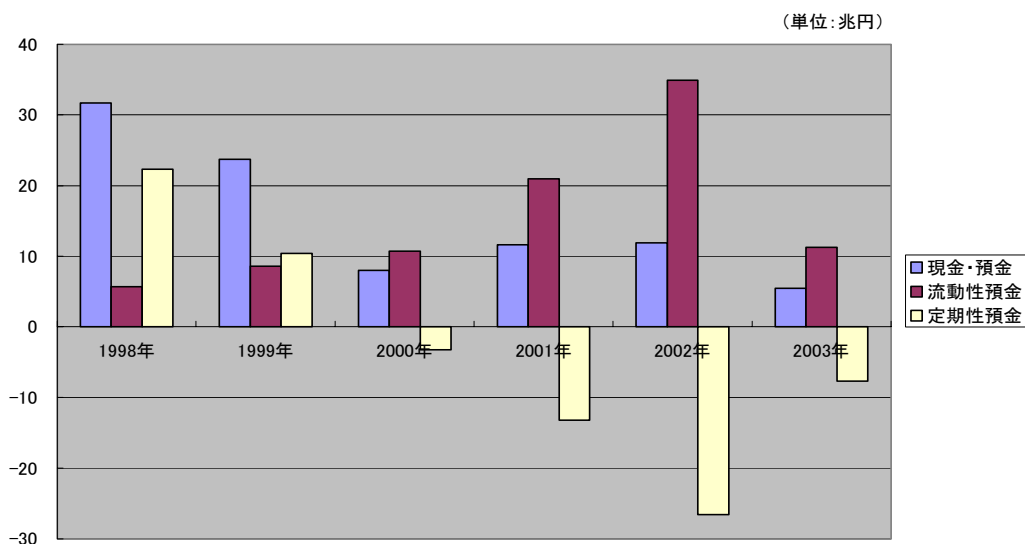
#### (1) 「現金・預金」の動き

まず、資産の部では、この6年間でみると、「現金・預金」のうち定期預金が2000年から大幅な減少に転じている。他方、流動性預金は、年々積増し額が増加してきたが、2003年には積増し額が頭打ちとなっている。この結果、「現金・預金」全体としては、1998年以降積増し額が減少傾向にあって、2003年には5兆4000億円の低い水準にとどまっている(図表13)。

このような定期預金から流動性預金への大幅なシフトは、2003年から定期預金がペイオフ対象となったことがその背景にあるものと考えられるが、2005年からペイオフの全面解

禁に移行することにより、さらにどのような資金移動が生じるか大いに注目される。

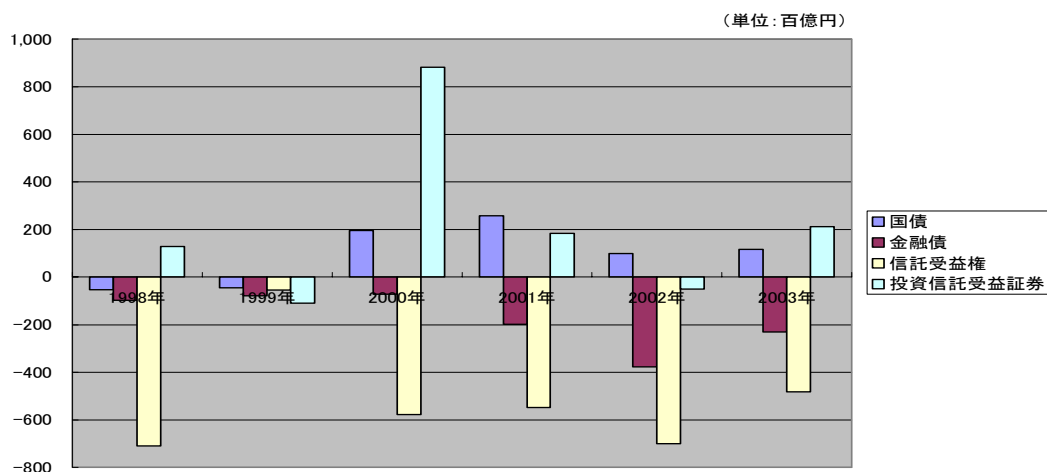
(図表 13)「現金・預金」の推移



(2)「株式以外の証券」の動き

さらに、資産の部で大きな変化を示しているのが「株式以外の証券」であり、特に金融債及び信託受益権は、大幅なマイナスが続いている。他方、国債は、2000年にプラスに転じたのち、その後順調に増加をしており、また、投資信託受益証券は、一部マイナスの年もあるが、おおむね堅調な動きを示している。(図表 14)

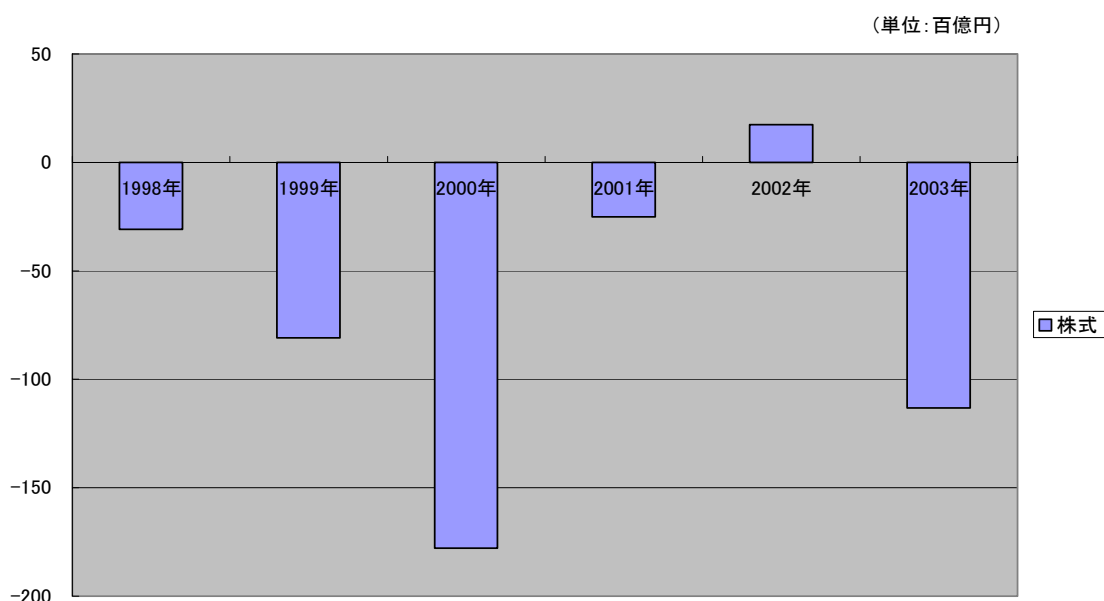
(図表 14) 国債、金融債、信託受益権、投資信託受益証券の推移



### (3) 「株式・出資金」の動向

「株式・出資金」のうち「株式」については、日銀統計では、公開株式を対象としており、非公開株式を含めていない。このため、国民所得統計上の「株式」に比べてカバレッジが狭いが、「株式・出資金」の期末残高としては一致する。図表 15 は、日銀統計の「株式」<sup>3</sup>のフローを示したものである。

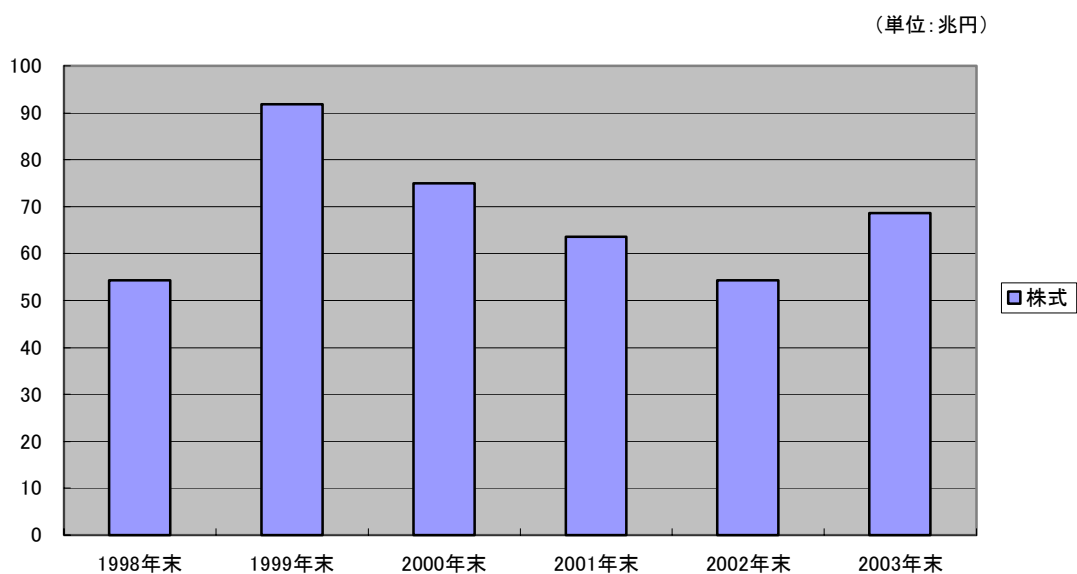
(図表 15) 株式の推移 (フローベース)



これをみると「株式」は、家計部門では傾向的に「売越し」の状況にあり、株式市場において、一般的に「個人株主の減少傾向」と指摘される現象が資金循環統計にも現れている。事実、株式市況が回復した 2003 年においても、株式はフローで 1 兆 1300 億円の減少となっている。しかし、残高ベースでは、株式は期末に時価評価されるので、株価の好転を反映して 2003 年末の株式残高は、前年末に比して 14 兆 2400 億円の増加となっている。なお、参考として、各年末の時価評価をした家計の株式の残高の推移を示せば、次のとおりである。

<sup>3</sup> 「株式」のフローは、取引所及び店頭市場の売買高のうち「個人」として計上されている計数に、新株発行分などの調整を加えて算出している。

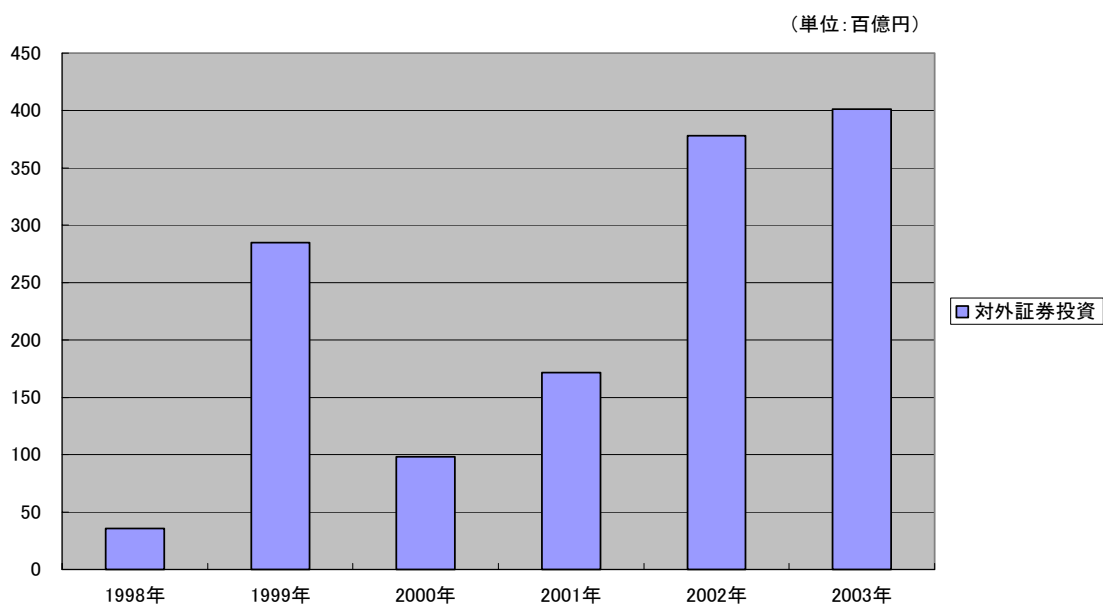
(参考) 家計の株式の残高の推移 (ストックベース)



(4) 対外証券投資の動向

対外証券投資は、図表 16 に示すように近年著しい増加傾向を示している。

(図表 16) 対外証券投資の推移



## (5) 資産のフロー（増減）のまとめ

以上、資産のフロー（増減）をまとめると、次のような特徴を指摘できる。

「現金・預金」では、定期預金が大幅に減少しており、一部は流動性預金にシフトしている。

「株式以外の証券」では、国債、投資信託受益証券が堅調に増加しているが、他方で金融債、信託受益権が顕著に減少している。

「株式・出資金」では、株式が傾向的に売越しの状況にあり、2003年の株式市場での活発な取引にもかかわらず、家計部門では株式のフローはマイナスである。ただし、2003年末では、時価調整した家計部門の株式保有残高は前年に比して1兆4240億円の増加となっている。

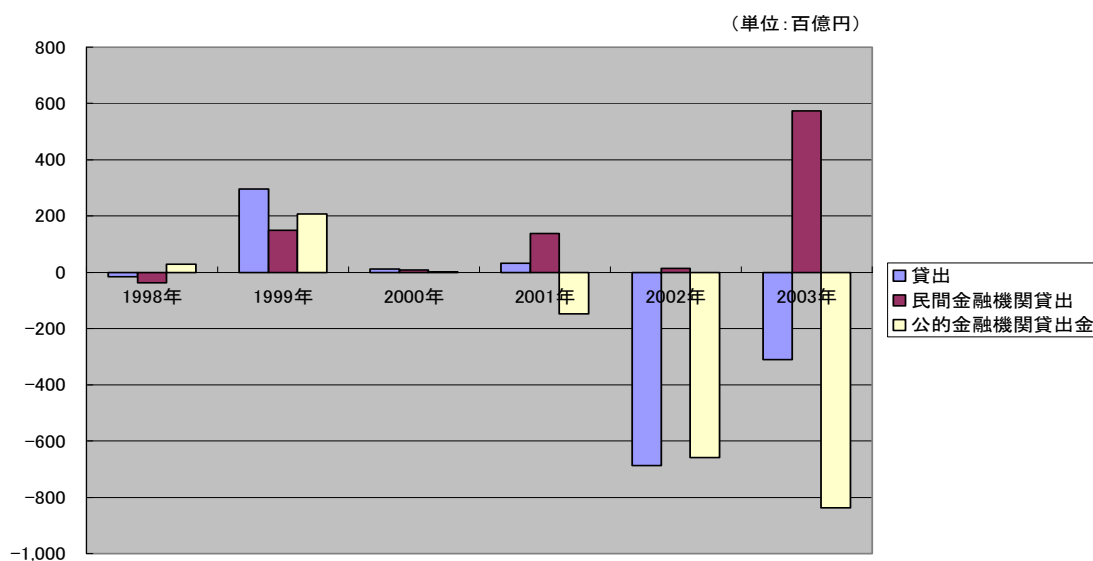
「対外証券投資」は、顕著に増加傾向を示している。

## (6) 負債の状況

### 貸出（借入）の状況

負債の中の太宗を占めるのは「貸出」（家計側からみれば借入であるので、以下においては特に誤解の生じない限り「借入」という）であるが、借入総額及びその内訳としての民間金融機関と公的金融機関からの借入の推移を示したものが図表17である。

(図表17) 借入の増減（フロー）の推移



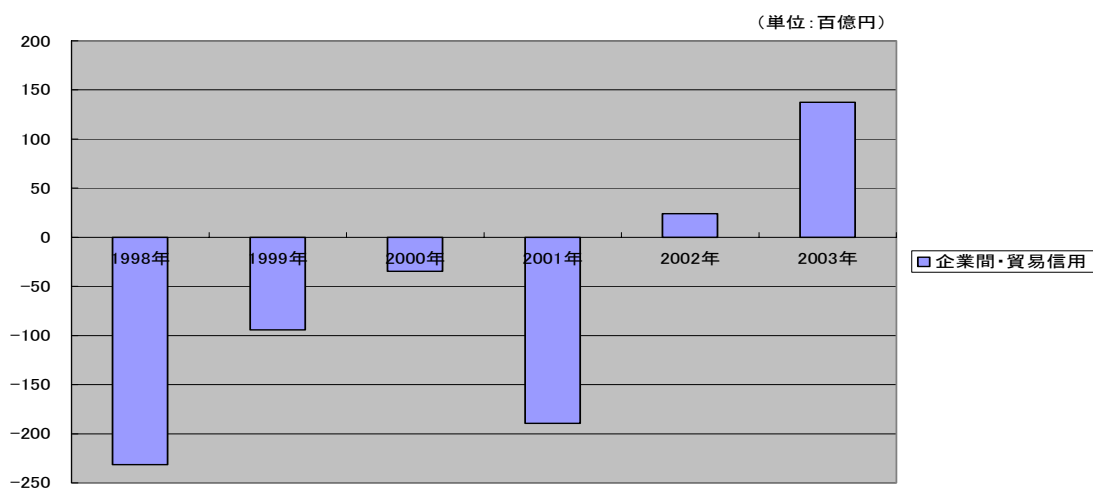


家計に対する金融機関等の貸出は、民間金融機関貸出が増加しているものの公的金融機関貸出がそれを上回る減少を示したことから、貸出全体では、2002年、03年は連続して大幅な減少が生じている。

#### 企業間・貿易信用の状況

企業間・貿易信用は、図表 18 に示すように近年減少を示していたが、2002年から増加に転じている。

(図表 18) 企業間・貿易信用の推移



#### (7) 負債のフロー（増減）のまとめ

以上のような負債のフロー（増減）の特徴をまとめると次のようになる。

家計の借入は、2002年以降、公的金融機関からの借入が大幅に減少し、民間金融機関からの借入の増加を上回っているため、全体として大きなマイナスとなっている。企業間・貿易信用は、2002年以降減少から増加に転じている。

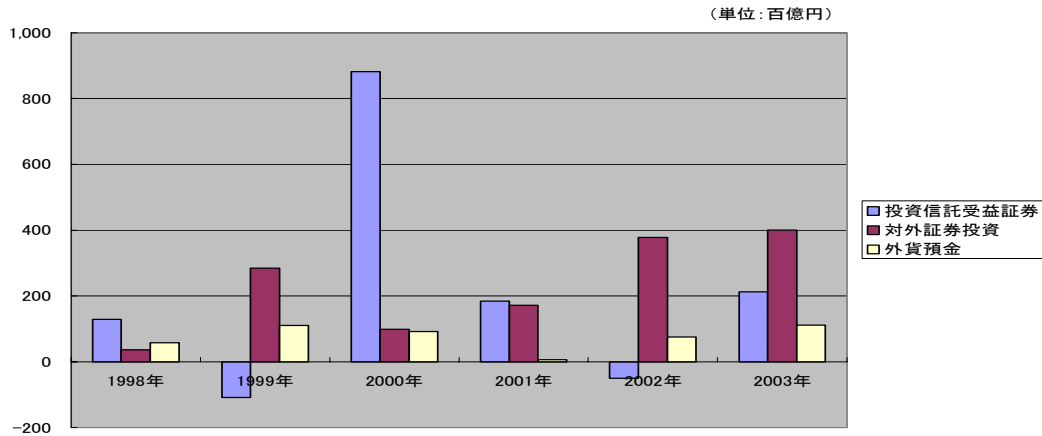
#### 4 家計の貯蓄、資金過不足の変化

- (1) このように家計では、負債の減少が生じており、このことは家計にとって「資金余剰の要因」となるものであるが、特に2003年は、資産の減少（「資金不足の要因」）がそれを上回る規模で発生したため、結果として、家計全体で1兆2000億円の資金不足が生じることとなった。この背景には、国民所得統計の分析でみたような「賃金・俸給」及び「利子受取」の減少が「可処分所得」の減少を通じて、家計の「貯蓄」を大幅に減少させていることが指摘できる。
- (2) 現在、日本経済には景気動向に明るさが見え、株式市場も堅調に推移しているところから、今後本格的な景気回復が期待されているが、これまでの「失われた十年」の間に定着した企業の徹底したリストラを通ずる人件費等のコスト圧縮がこれからはしばらく継続されるものと考えれば、家計の所得が急速に増加に転ずると予想することはかなり難しいのではないと思われる。この結果、しばらくはマクロ的にみても家計の「貯蓄」は低水準にとどまり、場合によっては、限りなく「ゼロ」に近づく可能性があると思われる。このため日銀統計において家計部門の「資金過不足」がマイナスを示した2003年の状況が、当面継続することも十分念頭におく必要がある。
- (3) 特に、高齢化の進展と若年層の失業率の高止まりという構造的な要因がその背景にあるとすれば、仮に本格的な景気回復が達成された場合であっても、家計が、かつての大幅な「貯蓄超過」を記録するような状況に回帰するということは期待できないものと考えられる。むしろマクロ的な観点からは、「ゼロ貯蓄」及びマイナスの「資金過不足」が常態化することも前提とした政策運営を考慮する必要があるのではなかろうか。

#### 5 家計の投資行動の変化

- (1) 家計の全体としての貯蓄、資金過不足の状況は以上のとおりであるが、このような貯蓄水準の低下、資金過不足のマイナスの状況において、家計の投資行動に大きな変化が生じている。それは、これまで、「安全志向」が強いといわれた個人の資産運用について、少しずつではあるがリスク資産へと向かい始めていることが資金循環統計からも窺えるということである。
- (2) まず、すでに説明したように「投資信託受益証券」、「対外証券投資」に加え、「外貨預金」の動きを示すと図表19のように顕著な増加を示していることがわかる。

(図表 19) 投資信託受益証券、対外証券投資、外貨預金の推移



- (3) 家計部門は、従来、金融資産の価格変動に対して「保守的」であるといわれてきた。しかし、家計の貯蓄が低下し資金過不足がマイナスとなる中で、このように為替変動や証券価格変動などのリスクを有する金融資産を増加させている。一般的に、金融資産残高が積み上がっていく過程において、人々は「リスク」により寛容になると考えられるが、むしろ金融資産の増加が止まり逆にマイナスになる過程で「リスク資産」を選好し始めているという現在の状況は、今後の家計の投資行動を予測する上で極めて興味ある現象と思われる。
- (4) ひとつの解釈として、金融資産の目減りを防ぐために敢えて「リスク」に向かっているとも考えられるが、むしろ「金融ビッグバン」以降の様々な市場改革のための施策がようやく人々の投資行動にも効果をもたらしてきたという評価も可能ではないかと思われる。
- (5) 従って、このように人々がリスク資産のウェイトを高めつつある現在、行政当局も含めた市場関係者は、「リスク」についての説明が不十分であったり、ある種の誤認に基づいた投資勧誘に陥ったりするような事態を未然に防止することが従来にも増して重要な課題となっている。このことを十分に認識し、投資教育の推進や従業員に対する研修の充実などの方策を積極的に進めることにより、顧客の信頼を向上させコンプライアンスを高めていく努力を継続することが強く期待されているのではないかと考えられる。