

個人金融資産の動向について

二上季代司

1 はじめに

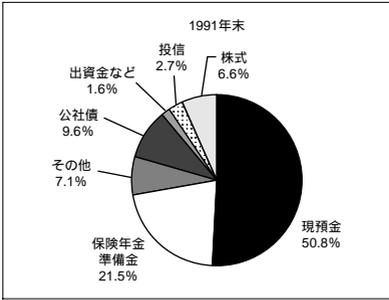
証券市場を通じる資金の流れの拡大を図ることが今後の経済運営にとって極めて重要であることはいうまでもない。金融ビッグバンと呼ばれる一連の金融改革はそうした直接金融・市場型間接金融の比重の拡大を図ることに主眼があった。では、そうした方向に日本の金融は向かっているのだろうか。

今年四月に発表された財務省のレポート（二一世紀の資金の流れの構造改革に関する研究会報告書「家計の貯蓄率と金融資産選択行動の変化及びそれらのわが国の資金の流れへの影響について」）は、少子高齢化の進展、金融システム改革の進展、社会保障制度のあり方、情報技術の革新等、経済・社会の構造が大きく変容する中で、家計貯蓄率の今後の動向、家計による金融資産選択行動の今後の変化、等について非常に興味深い分析・検討を行っている。そこで、この報告書を手がかりに、最近の個人金融資産の変化について、その持つ意味を考えてみよう。

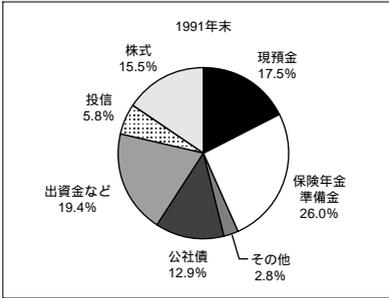
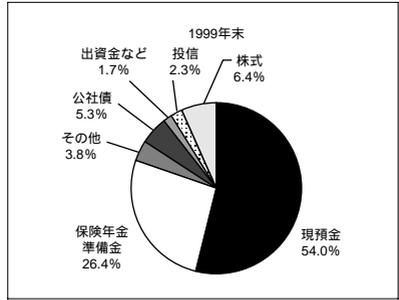
2 個人金融資産の一般的動向

まず、個人金融資産の運用対象別内訳についてごく大雑把な国際比較およびこの一〇年間の変化についてみておこう。図1は日米英独の四カ国における個人（非営利団体含む）の金融資産の内訳につき、この一〇年間の変

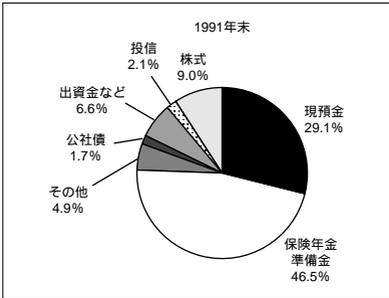
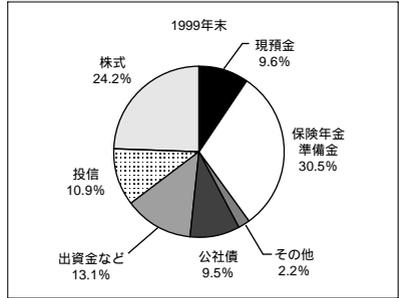
図1 日米英独の個人金融資産構成



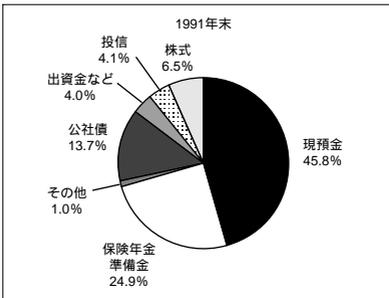
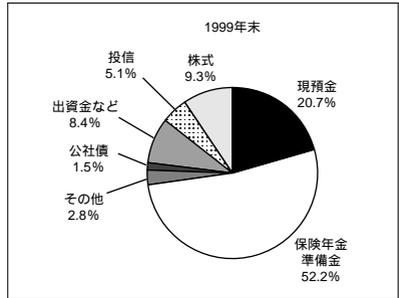
日本
35.17%
増加
株・投信
26.28%
増加



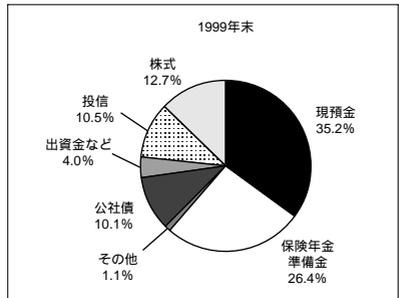
米
114.96%
増加
株・投信
253.92%
増加



英
120.53%
増加
株・投信
186.33%
増加



独
77.96%
増加
株・投信
289.66%
増加



(出所) 日本銀行「国際比較統計」より作成。日本の1991年のみ年度末
(注) 四捨五入のため、合計しても100%にならない。

化を見たものである。これによると、日本は依然として現預金の比重が高く、むしろ九〇年代を通じてその比重を高めている事がわかる。これに対し、株式・出資金、投信、公社債などの有価証券は九一年度末二〇・五%であったものが九九年末には一五・七%にまで低下（このうち株式と投信の合計では九・三%から八・七%の低下）となっている。

すなわち、日本の特徴の一つは、有価証券の比率が米、英、独の三カ国ではこの間、上昇しているのに、日本だけ低下していることである。言い換えれば米、英、独の三カ国では個人金融資産総額の増加率を上回る率で株・投信の保有額が増えているのである。すなわちアメリカでは個人金融資産総額が二・一倍に増えたが、株・投信は三・五倍、イギリスでは二・二倍に対して二・九倍、ドイツでは一・八倍に対して三・九倍となっている。特に間接金融偏重と思われていたドイツにおいて個人金融資産に占める株・投信の保有額が著しく増加していることは注目点である。このような違いの原因の一つとして日本だけ株価が低落、株式評価額が低迷していたことがあげられるが、それだけではなく、やはり資金がそこへ向かわなかったことが最大の原因であろう。

第二の大きな特徴は、現預金において、郵便貯金の比重が上昇していることである。例えば現預金のほとんどを占める定期性預金だけとしてみると、郵便局の定額貯金等が個人金融資産に占める割合は一三%から一八・七%へ上昇しており、民間金融機関の定期性預金の比重はむしろ低下しているのである。同様に保険・年金準備金についても、簡易保険の比重が上昇している（五・五%から八・三%へ）。すなわち、確定利付き資産についても「民」から「公」へのシフトが見られるのである。

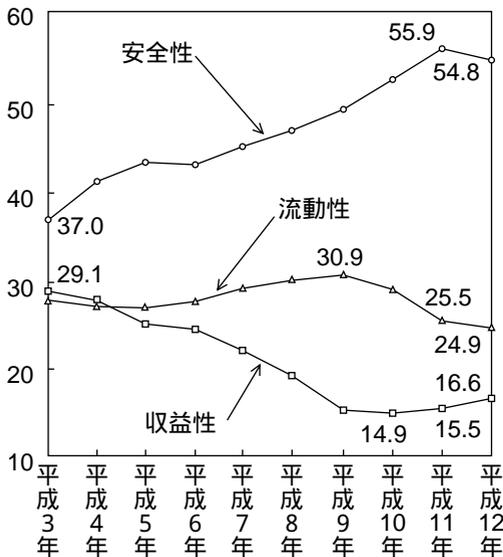
3 最近の変化

個人の金融資産にみられる現預金の比重増大、その中でも「官」の比重上昇（九九年末で個人金融資産の実に四分の一以上を占める）という変化は、いずれにしてもビッグバンが期待している方向とは逆である。しかしながら、これは九一年と比較してみた二時点間の数字の変化である。この間において変化のベクトルが変わっている可能性は充分にありうる。そこで個人の金融資産の選択行動においてこの間に見られる変化を個別的に挙げてみよう。

(1) 金融商品の選択基準

金融広報中央委員会は毎年、貯蓄と消費に関する世論調査を行っているが、そのなかで、金融商品選択の際に最も重視している項目を、「安全性」、「流動性」、「収益性」の三つの基準に括ってみると、安全性、流動性、収益性の順序になっていることに変わりがないのだが、図2に見られるように、平成九年（一九九七年）を境にして、流動性基準が低下、安全性基準もその二年後から低下、代わって収益性基準が上昇、約二ポイントのアップとなっている。

図2 金融商品の選択基準



(出所)「貯蓄と消費に関する世論調査」
(平成12年、金融広報中央委員会)

(2) 預貯金の变化

そこで安全性・流動性資産の典型とされる預貯金について見ると、最近の特徴として、定期性預金の伸び悩みと流動性預金へのシフトが挙げられる。例えば一九九九年三月末と二〇〇〇年九月末を比較すると、表1に見られるように、個人預金の残高は四・三%増えているが、定期性預金残高はわずか〇・〇九%しか増えておらず、一千万円超の大口については五・二八%の減少を見ているのである。この傾向は各業態に共通している。昨今の低金利で定期性預金の利子が僅少のため、流動性を犠牲にして定期性預金しておく必要性が薄いこと、来年度からのペイオフ解禁を目前にして、預け先・投資先を選別中の待機資金が要求払預金として滞留していること等があげられよう。もっとも、この動きは先の図1にみられる「流動性基準」の低下と逆行しているように見えるので、これと総合的な説明が必要であろう(後述)。

他方、九〇年代を通じて個人金融資産に占める比重を高めた郵便貯金は昨年度より純減に転じている。もっとも

表1 個人預金(1000万円超)の最近の動向(国内銀行分) [億円]

	要求払預金	定期性預金	合計
1999年3月末	767,842	1,998,976	2,777,831
1999年9月末	792,510	2,002,830	2,812,684
2000年3月末	844,194	1,996,128	2,862,360
2000年9月末	868,837	2,000,747	2,897,246
増減率(対99年3月末比)	13.15%	0.09%	4.30%
うち1千万超			
1999年3月末	143,041	696,275	845,415
1999年9月末	153,732	683,883	846,085
2000年3月末	173,603	664,288	848,634
2000年9月末	179,374	659,504	852,559
増減率(対99年3月末比)	25.40%	-5.28%	0.85%
同上比率			
1999年3月末	18.63%	34.83%	30.43%
1999年9月末	19.40%	34.15%	30.08%
2000年3月末	20.56%	33.28%	29.65%
2000年9月末	20.65%	32.96%	29.43%

(出所) 日本銀行「経済統計月報」より作成

表2 定額貯金の再預入状況

(単位：兆円)

2000年4月～2001年3月末(実績)					
満期定額貯金の 払戻額 (元利合計額)	利子課税額	限度超過額	再預入	郵貯国債 窓販	残額
54	4.1	8.6	33	2.9	5.4
2001年4月～2002年3月末(見込み)					
48	4.0	7.0	26	3.9	7.1

(注) 郵貯流出額は18.1兆円、うち対市中流出額は14兆円。(2002年度見込み、14.1兆円)

(出所) 郵政企画管理局調べ

もその減り具合は予想よりも穏やかである。郵政企画管理局調べによると、一〇年前の高利率で預入された満期定額貯金の払戻額は元利合計で五四兆円、うち利子への源泉徴収税が四・一兆円、元利合計で預入限度額を超える金額が八・六兆円、郵政当局は、残る四一・三兆円を再預入勧奨対象額ととらえ、その七割、二九兆円を再預入目標額に置いていた。結果は表2に見るように、目標を大きく上回る八割、二三兆円を再び郵貯で、加えて郵便局での国債窓販で二・九兆円を吸収できたのであるから、依然として郵便局の資金吸収力の強さを思い知らされたわけである。しかし郵貯残高が年間一〇兆円規模で減少することは極めて異例なことである。また、定額貯金は半年後、随時引き出し自由というプットオプション付き定期預金であり、再預入後の利子率が低金利であることを勘案すると、預け先を選別中の待機資金として滞留しているという意味合いが強いように思われる。つまり、先ほど国内銀行における個人預金についてみたのと軌を一にした傾向と指摘できるだろう。

(3) 保険契約の動向

次に個人金融資産に占める比重が預金について高い保険・年金準備金についてみると、簡易保険の比重がアップした反面、民間生命保険会社の資産が最近になって純減になったことが注目される。すなわち、運用資産ベースで民間生保は一

九九七年一〇月をピーク（一九〇兆円）として、二〇〇一年一月には一七五兆円へと落ち込み、一五兆円の減少を見ている（日本銀行「経済統計月報」）のである。九七年の日産生命を皮切りに民間生保の破綻が相次いだことがその背景にあるが、ここに至るの特徴は、東京生命のように、とりたてて乱脈経営に陥ったわけでもないのに契約者が保険会社の財務内容に不安を抱き、解約の殺到（一種の取り付け）で資金ショートを起こし破綻するケースが出てきたことである。

（4）価格変動商品の動向

他方、価格が変動するリスク性金融資産の保有動向はどうか。最近の特徴の一つは、以前にも触れたことであるが、「投資信託は郵貯資金を吸収したか」本誌一五九三号、二〇〇一年四月）、基準価格の下落にもかかわらず株式投信に資金流入が続いていることである。昨年二月以来、今月までの一六ヶ月間、株式投信は連続して資金流入を記録しており、昨年度（二〇〇〇年四月～二〇〇一年三月）実績を見ると累計で二兆九七億円の資金流入を見ている（同期間に株式投信は累計五兆二千億円の運用損を計上している）。戦後日本の証券市場史において値段の下がる商品に継続的に資金が投せられると言うことは久しくなかったことであるが、これが今、株式投信に起きていたのである。特に銀行窓販経由の資金流入には根強いものがあり、同期間で一兆八千億円の資金が流入している。（これに対して販売額では圧倒的シェアを誇る証券会社経由ではこれを下回る一兆四百億円の資金が流入したに過ぎない。以上は投資信託協会「投資信託」巻末資料より算出。）

では株式についてはどうか。冒頭で見たように、株価が下がっているために個人金融資産にしめる株の比率は下がっているのだが、別の角度から、すなわち株式所有にしめる個人株主の比率を見ると、一九八八年にボトム

(二二・四%)を付けて以来、上昇に転化、九八年から上昇のテンポを速め、この二年間で一・八ポイントの上昇を見ている(九八年二四・六% 二〇〇〇年二六・四%、全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」)。

また、預貯金でも為替リスクのある外貨預金、外貨建てMMFが急速に増えており、九九年以降にそれが顕著になっていることも注目点である。⁽¹⁾

4 今後の家計貯蓄率と金融資産選択行動を規定する要因

さて、はじめに見たように、九〇年代の初頭と比べれば、個人の金融資産選択行動は、直接金融・市場型間接金融とは逆の方向に向いているように見えるが、より詳しく見ると九七年ぐらいからそのベクトルを反転させる動きも見られるのである。問題は、この反転の背景、要因は何かである。それが一時的なモノであるのか、それとも構造的なモノであるのか、ということに、ベクトルの反転がそのまま中期に継続しうるか否かが掛かって来よう。

ところで、冒頭で引用した財務省の報告書は、今後の貯蓄率や個人金融資産選択行動を左右する要因として、少子高齢化、社会保障制度改革、日本的雇用制度の改革、外為法改正を皮切りとする金融システム改革、IT革命、投資家教育の進展、預金のペイオフ解禁、等を挙げている。このなかで最も重要な要因として少子高齢化に代表される人口動態的な変化を挙げておきたい。

(1) 家計の金融資産選択を左右する「団塊の世代」

「団塊の世代」と呼ばれる五〇歳代前半はこれまで住宅資金や教育資金などの負担が多く金融資産に比べて相

対的に金融負債が多かったのである。ところが、ようやく住宅ローンを払い終え、子ども達も成人を迎えて教育資金の負担からも開放される時期に差し掛かっている。従来は金融負債が多く、その返済のために流動性資金を準備しておかなくてはならなかったのであるが、その必要性が徐々に減じているのである。この世代は日本の人口の約一割、一千万人を数え、家計の資産選択行動に与えるインパクトは大きい。前掲図1にもあるように九七、八年頃から、選択基準として、「流動性」の意義が低下していることもこのことと整合的である。

しかし、低金利やペイオフ解禁などと時期が重なったため、むしろ流動性預金が増大しているが、これは上記のことと矛盾しない。すなわち、この流動性預金は、預け先・投資先選別中の待機資金であり、ケインズの言う「投機的動機」の資金にあたり、金融情勢の如何によって大きく浮動する性格のモノなのである。これに対し口
「返済用の準備金は「予備的動機」の資金であり、予備的動機が薄れるにつれて減少していく。団塊の世代が老齢化して行くにつれて社会全体としては高齢化が進展し、貯蓄率は低下するが、資産選択行動としては、投資信託、外貨預金、株式などのリスク性・収益性の金融資産への比率を高めて行くであろう。

さらに、団塊の世代に続く世代は少子化傾向を強めており、その少ない子ども達に相続・贈与が集中するため、持ち家比率が高まる一方、負債は減少するという傾向が中長期的には続くことになろう。このことも、貯蓄率の低下の反面、リスク許容度を高めてリスク性・収益性資産への比率を高めて行くこと。

(2) 年金制度改革、日本的雇用慣行の見直し

今一つの重要な要因は、年金制度改革である。公的保険制度の財源難が誰の目にも明らかとなり、年金の給付条件の再検討（給付開始時期の繰り下げ、給付水準のカット等）が取りざたされているが、このことは現役世代

に公的年金への不公平感、制度存続への懸念をかきたて、貯蓄率を高める一方、私的年金、長期の資産形成へのインセンティブを高めさせて行くであろう。

同様に、日本の雇用慣行の中では老後の資産形成の中で退職金、企業年金のもつ意味が大きかったのであるが、このことは老後の資産形成を会社任せにしていることを意味し、個人による自律的で戦略的な資産形成を妨げていた。従って、日本の雇用制度の見直し（例えば退職金や企業年金相当額の月例給与への前倒し支払いなど）は私的年金、長期の資産形成へのインセンティブを高めさせて行く。四〇一Kの導入等も、その有力な投資対象とされる投信への学習効果を高め、投資家教育を通じて上記の傾向を助長するだろう。

（3）金融ビッグバンの効果

こうした中長期性の資金が投信市場に継続的に入り込んでいることについて、銀行窓販の効果が働いていることは否定できないし、外貨預金、外貨建てMMFの増大も外為法改正が寄与したであろう。すなわち、金融ビッグバンによる一連の改革が資金の流れに影響を与えたことはまちがいない。ただし、それは前記の要因に比べればそれほど大きなインパクトをもつモノとは言えないのではなからうか。

5 小括

従来、預貯金偏重と思われてきた個人の金融資産選択行動に九〇年代後半からこれを反転させる傾向が見え始めている。その要因として注目したいのは、少子高齢化、年金制度改革、日本の雇用制度の見直し、金融ビッグバンによる一連の改革等である。個人の金融資産選択行動は徐々に証券市場を通じる資金の流れを拡大させる兆

しがみえる。ただし、ここで注意してもらいたいのは、だからといって資金需給の面から株価の押し上げ効果が働くという発想をしてはならない、ということである。株式投信に見るように、株価が下がっても資金流入が続くという従来とは違った動きがこの一年見られたのであるが、それは株価がようやく底を打ち、いずれは上昇に反転するという期待があるからである。

株は上がって初めて、儲かるという実感が湧き、ではもっと買ってみようか、という気になるのである。今以上に株式市場に資金を吸引したいのであれば、発行会社が経営改革に真剣になって収益率を高めることが必要条件であろう。九〇年代を通じ、米、英、独の三カ国で個人金融資産に占める株・投信の比重が上昇したことを見たが、株式投資のパフォーマンスが良かったことが最大の要因なのである。株式のみならず、およそ品物は値段と比較して質が良いから買われるのである。

では株式の品質とは何か。それは、企業情報が投資家に十分よく伝わっていること（透明性あるディスクロージャー）、投資収益率が高いことの二つであろう。その意味で最大の対策はコーポレートガバナンスの改革である。企業経営者が株主重視の経営改革に着手し、機関投資家が外部取締役を派遣して企業経営者を監視する、という経営改革へのエンフォースメントが働くことが必要である。そうやって初めて自己資本利益率が高まり、それに裏付けされて株が上がり、今以上に株や株式投信に資金が吸収されていくことになる。

注

(1) 外貨預金の個人保有残高は、九七年度末（一兆一九四二億円）、九八年度末（一兆八八三億八千九百九十九万九千九百九十九円）、九九年度末（三兆一〇七九億九千九百九十九万九千九百九十九円）、二〇〇〇年末（三兆八三七八億九千九百九十九万九千九百九十九円）と増加している（日本銀行「資金循環動向」）。他方、外貨建てM

MFは九七年度末(三二七五億円)、九八年度末(六五一億円)、九九年度末(一兆六二億円)、二〇〇〇年末(一兆二七三四億円)となっている(ただし、法人・個人の別は不明、日本証券業協会調べ)

(2)

ケインズは、その名著『雇用・利子及び貨幣の一般理論』一三章「利子率の一般理論」のなかで、人々が流動性を選好する理由として、次の三つ、取引動機(個人及び企業の行う交換の経常取引のための現金需要)、予備的動機(資産総額のある割合を将来現金の形で持つとする安全確保の欲求)、投機的動機(将来起こることについて市場よりもよりよく知ることから利益を得ようとする目的)、を挙げ、それぞれ区別している。(ケインズ全集 第七巻所収)

()にかみ きよし・主任研究員