

# 家計の金融資産を取り巻く状況

一上季代司

日銀が先月公表した資金循環速報によると、二〇〇一年度末の家計の金融資産残高は前年度末比〇・一％（約一兆円）減の一四一七兆円一千億円となり、前年度に引き続き二年連続のマイナスとなった。その背景としては厳しい景気情勢で家計所得が低迷したことのほか、株式相場下落で保有株式や株式投信の評価額が下落したことなどがあげられている。

ところで、九八年から始まった金融ビッグバン、昨年からの高利郵貯資金の大量満期、今年からの定期預金ベイオフ解禁などの環境変化は、家計の金融資産を預貯金から株式などリスク性資産へのシフトを促すきっかけになると思われるのだが、一見したところ相変わらず預貯金偏重である。そのためもあってか、柳沢伯夫金融担当相は、銀行窓口での株式売買仲介の解禁を検討していると伝えられている（日経五月二八日付け）。すなわち、日本の個人投資家の裾野が広がっていないという基本的前提に立つて、その主たる原因を証券会社、郵便局、銀行などの業態ごとに顧客が固定化していることに求め、その対策として業態間の垣根を取り払って株式売買の仲介チャネルを広げれば株式投資が拡大するとの認識があるのだろうか。

果たして、そうした認識が正しいかどうか。しかし、それを問う前に金融ビッグバン以降の家計の金融取引動向を見ておく必要があるだろう。そこで以下では、一九九八年度以降について、家計の金融資産残高とその構成の推移ならびに四半期ベースの金融取引動向から、具体的にどのような動きが読み取れるか、とくに株式、投信

表1 家計の金融資産

(単位：億円)

	総計			取引 増減	調整額 (差額)
	残高	増減	増減		
1998年度	13,451,945	136,330	360,912	- 224,582	
1999年度	14,289,551	837,606	333,932	503,674	
2000年度	14,181,972	- 107,579	192,450	- 300,029	
2001年度	14,171,294	- 10,678	198,232	- 208,910	
	うち証券				
	残高	構成比	増減	取引 増減	調整額 (差額)
1998年度	1,961,605	14.58%	- 272,499	- 55,738	- 216,761
1999年度	2,459,797	17.21%	498,192	- 45,873	544,065
2000年度	2,113,549	14.90%	- 346,248	23,489	- 369,737
2001年度	1,849,529	13.05%	- 264,020	- 82,642	- 181,378

(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」より作成。

など証券商品に焦点を当てつつ整理してみた。

## 1 概観

最初に、一九九八年度以降の四年間について家計金融資産の主要項目の残高ならびに金融取引の概要を見ておこう(表1)。冒頭で見たように家計の金融資産は残高ベースで二年連続減少、二〇〇一年度末(二〇〇二年三月末)で一四一七兆円になったが、金融取引(フロー)としてはこの二年間もプラスとなっている。すなわち景気情勢の厳しさから新規貯蓄の絶対額は九〇年代末の三十数兆円から減っているが、なおネットで年間約二〇兆円弱の貯蓄を積み上げている。しかし、残高は時価評価されているので、保有金融資産の時価が下がると残高としては減少するのである。

日銀の資金循環統計では、ストックの増減とフローの増減の乖離は「調整額」として扱われているが、この「調整額」は評価損益をあらわしているのである。そして全体の「調整額」は残高の十数パーセントを占めるにすぎない。「証券」の「調整額」にほぼ一致しており、ストックの評価損益は主として証券の評価損益によるものであることがわかる。

問題は、この新規貯蓄(四年累計で一〇八兆円)を含め、家計が金融資産をどのように処分(運用)したか、すなわちストックの評価損益の影響を除いたフローの動向である。これを見たのが表2である。これによるとこの四年間で現預金が七〇兆円、保険・年金準備金が四六兆円、株式・出資金・投

信が九兆六千億円の純流入（プラス）、他方で債券等が二五兆七千億円の純流出（マイナス）となっている。それぞれを簡単に見ておくと次のようになろう。

預貯金では普通預金などの流動性預金が増え、他方、定期性預金が時期を同じくしてマイナスとなっており、しかもその金額の絶対額が平行的に変化している。つまり定期性預金が流動性預金に振り変わっており、特にこの傾向は二〇〇〇年度以降、顕著である。明らかにここにはペイオフ解禁の影響が現れている。来年度から流動性預金もペイオフ解禁の対象に加えられる予定であることから、今後は流動性預金の動向が注目されることになるのである。

次に、株式・出資金・投信では投信の純流入が大きかったのであるが、前年度に純流出に転じている。他方、株式については投信の動きとは逆に前年度に純流入に転換している。前年度はエンロン債組み入れによるMMFの元本割れなどのハプニングがあり、それが投信の純流出に影響しているのだが、株式および投信への資金流入を規定している要因をもっと検討してみる必要がある。

次に債券等であるが、日銀の資金循環統計では貸付信託等の金銭信託を「信託受益権」としてここに含めてい

表2 家計の金融取引（主要項目）

（単位：億円）

	現金・預金			
	流動性預金	定期性預金	外貨預金	
1998年度	297,691	60,797	192,354	5,896
1999年度	176,509	95,957	83,078	12,241
2000年度	66,768	107,355	- 62,928	6,603
2001年度	157,393	376,756	- 272,484	3,988
合計	698,361	640,865	- 59,980	28,728
	株式等・投信			
	株式・出資金	（うち株式）		投信
1998年度	27,866	12,510	- 9,426	15,356
1999年度	13,164	- 11,545	- 42,899	24,709
2000年度	64,612	- 5,381	- 16,537	69,993
2001年度	- 9,880	- 2,983	23,030	- 6,897
合計	95,762	- 7,399	- 45,832	103,161
	債券等			
	国債・財務債	事業債	金融債・信託受益券	
1998年度	- 83,604	- 5,875	1,068	- 77,131
1999年度	- 59,037	- 3,989	3,489	- 55,554
2000年度	- 41,123	31,134	694	- 70,433
2001年度	- 72,762	23,671	683	- 93,920
合計	- 256,526	44,941	5,934	- 297,038
	保険・年金準備金			
	保険	年金		
1998年度	119,844	50,754	69,090	
1999年度	124,076	26,221	97,855	
2000年度	127,791	28,606	99,185	
2001年度	90,334	29,344	60,990	
合計	462,045	134,925	327,120	

（出所）表1に同じ

る。長期金融機関の資金源であった金融債、貸付信託は残高が急減しており、債券等の純流出は金融債、貸付信託からの資金流出によるものである。このような長期預金類似商品を除くと債券等はこの四年間で四兆円の純流入となるのである。例えば国債は、二〇〇〇年度以降、ネットで増加しており、累計四兆五千億円のプラスである。ペイオフ解禁対策として家計資産の一部が国債に向かったことがここから伺われるのである。

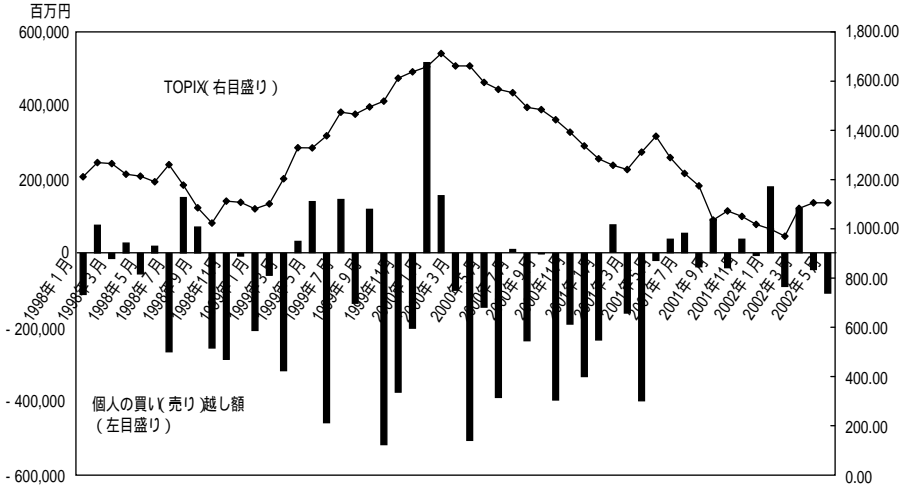
## 2 証券への運用動向

以上で見たように、この四年間、証券商品（ただし金融債・金銭信託を除く）についてみれば株式・投信・債券あわせ累計二三兆六千億円の純流入を見ているのである。これは、この間の新規貯蓄一〇八兆円の二・六％に相当する。（しかし、評価損益が累計二三兆円のマイナスとなっているため残高ベースでは一〇兆円の減少となり、残高構成では〇・七％の低下要因となっているのである。）

### 【株式投資】

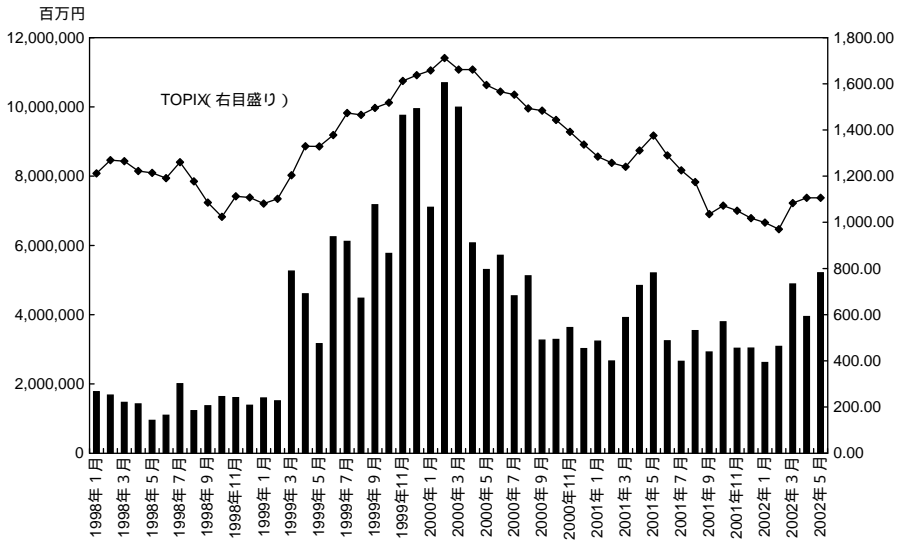
そこでまず、個人投資家による株式投資の動向についてみよう。図1は九八年一月から今年五月までの月間ベースで見た個人投資家による東証一部銘柄への買い（売り）越し額を株価（TOPIX）と照らし合わせてみたものである。（なお、九八年度からの四年間の個人投資家による東証一部銘柄売買の累計は、ネットで四兆五千億円の売り越しであり、表2の日報統計と金額的にほぼ一致する。）これを見ると個人投資家の買い（売り）越し額の動向は株価と逆相関、すなわち、株価が下がると買い向かい、上げれば売り越すという傾向が看取される。しかし表3に見るように株価（TOPIX）との相関係数は高くない。

図1 個人の買い売り越しと株価



(注) 東証1部ベース  
(出所) 東証統計月報より作成

図2 個人投資家の売買金額 往復ベース と株価



出所、注とも図1に同じ

これに対して、個人投資家の売り買いを合計した売買金額は株価と正の相関を示していること、特に上昇期（例えば九九年）に高い相関係数を見せていることがわかる。すなわち、個人投資家の株式売買は相場が上がると活発になって取引金額が増え、下がると減るのである。もっとも下げ相場であった二〇〇一年は売買金額がそれほど減っていない（その結果、相関係数は低下している）。全体としてみると、九九年度以降、個人投資家の株式取引はポリュームアップしている（図2）が、これは手数料の自由化、インターネット取引の普及、一部のネット專業業者による信用取引顧客の取引活発化と時期が一致しており、これらが売買金額増加に寄与していると考えて良からう。

以上から推測できることは、回転の速い信用取引顧客の資金は株価動向と正の相関を見せながら売買している反面、現金取引などやや長期の個人資金は株価と逆の相関を見せながら売買している。そして個人投資家は昨年前半までは売り越し基調であったが、TOPIXで一三〇〇ポイント（日経平均で一万三千元）を割れた六月頃から買い越しに転じる月が多く見られるようになって<sup>1)</sup>いる。ちなみに、株式分布状況調査を見ても、個人の持株比率は二年連続して上昇し、二〇〇一年度末には一九・七%になって<sup>2)</sup>いる。

### 【株式投信の購入】

次に、個人投資家による投信購入の動向についてみよう。日銀統計では家計資産による投信市場への純流出入は把握できるが、種類別（株式投信・公社債投信・MMF）の内訳は不明になっている。しかしリスク特性としては株式投信と公社債投信・MMFは異なっており、例えばMMFは本来は預貯金に含めてしかるべきものであ

表3 個人投資家の株式取引とTOPIXとの相関係数

	買越額	売買額
1998年	- 0.17931	0.10914
1999年	- 0.18852	0.88266
2000年	- 0.18542	0.85112
2001年	- 0.42796	0.51673
2002年5月まで	- 0.20199	0.83674
全期間	- 0.17931	0.74387

る。しかし、日本のMMFおよび公社債投信は組み入れ銘柄や債券価格評価方法について整備されていない問題点があったうえ、MMFの購入主体が法人に偏っていた結果、昨年度は大幅な純資産の減少をみたのである(その後、この問題点は解決された)。したがって個人の投信購入の動向を見るためには株式投信と公社債投信・MMFを分けてみなければならない。そこで、株式投信だけを分離して取りあげてみよう。(なお、投信協会公表の統計では株式投信の購入者の九割が個人となっている。)

表4は、公募株式投信へのネット資金流入を販売チャネル別(証券会社経由、銀行など窓販経由、運用会社による直接販売)に月次ベースで推測し

表4 販売チャネル別資金純流入額(推計)

(単位:百万円)

	証券会社経由		銀行窓販		直販		合計	
	資金純流 出入	運用損益	資金純流 出入	運用損益	資金純流 出入	運用損益	資金純流 出入	運用損益
2000年1月	-134,103	-141,706	78,829	-8,876	5,495	-5,653	-49,779	-156,235
2月	989,449	522,840	105,272	34,255	1,320	19,530	1,096,042	576,624
3月	107,489	-635,970	166,956	-48,157	-37,498	-22,071	236,946	-706,197
4月	292,953	-801,424	130,259	-66,337	58,509	-30,340	481,721	-898,101
5月	373,708	-1,105,396	181,101	-102,639	28,822	-42,937	583,630	-1,250,971
6月	209,327	534,504	104,157	52,864	-10,009	20,069	303,475	607,437
7月	74,773	-1,063,620	180,566	-117,800	20,529	-41,226	275,868	-1,222,646
8月	159,765	590,780	135,083	70,490	9,363	23,035	304,210	684,306
9月	101,136	-561,806	263,135	-76,828	2,586	-21,853	366,857	-660,487
10月	59,855	-926,565	41,023	-128,899	25,525	-37,587	126,403	-1,093,051
11月	20,031	-234,944	155,524	-35,446	-16,493	-9,218	159,062	-279,608
12月	-96,986	-519,682	121,413	-83,990	29,638	-21,762	54,065	-625,434
2001年1月	-120,437	191,529	158,961	33,798	-10,835	7,928	27,689	233,255
2月	21,005	-750,427	129,069	-140,113	14,929	-31,926	165,003	-922,466
3月	-50,088	169,303	210,349	34,864	-33,057	6,745	127,204	210,912
4月	151,008	566,665	57,451	117,964	-22,801	21,185	185,658	705,814
5月	130,825	-362,977	139,538	-78,836	165	-13,432	270,529	-455,246
6月	169,699	-186,887	183,404	-42,825	10,572	-6,981	363,676	-236,694
7月	423,028	-790,988	276,502	-192,624	12,930	-29,367	712,460	-1,012,979
8月	-40,569	-789,289	203,206	-206,634	12,775	-30,270	175,412	-1,026,193
9月	-89,145	-723,582	183,222	-203,294	7,799	-28,503	101,876	-955,379
10月	32,227	450,934	55,360	128,761	-10,435	17,240	77,152	596,935
11月	550,905	159,688	117,316	45,022	-1,979	5,773	666,242	210,483
12月	-117,471	-8,901	208,870	-2,703	-5,933	-320	85,466	-11,924
2002年1月	-194,368	-413,286	145,909	-133,251	25,067	-16,092	-23,392	-562,629
2月	-65,458	309,331	94,739	103,162	-35,066	11,082	-5,785	423,575
3月	136,783	290,863	121,345	99,023	-84,106	8,045	174,022	397,931
4月	105,078	108,908	133,802	38,023	-3,453	2,951	235,427	149,882
5月	54,313	145,267	129,436	52,117	-1,442	3,899	182,307	201,283
累計	3,254,733	-5,976,839	4,211,797	-858,909	-7,084	-242,055	7,459,446	-7,077,803

(出所) 投資信託より作成

表5 投信純流出入額と株価(TOPIX)との相関

	証券会社経由	銀行窓販	直販	全体
2000年～2002年5月	0.39213	-0.05587	0.29773	0.39655

たものである。推測方法は、月次ベースの「運用増減額」(基準価格で示される評価損益)を各販売チャネルへ月中平均残高に応じて割り振り、各販売チャネルの純資産残高との差額をネットの資金流出入額とみなしたのである。表5は、その資金流出入額の変化と株価動向との相関係数を計算したものである。これによれば、二〇〇〇年から今年五月までの約二年半、株式投信に七兆五千億円の資金が純流入している。つまり、日銀資金循環統計では、昨年度は家計による投信購入はマイナス(解約超)であったが、それは公社債投信・MMFの大量解約によるものである。二〇〇〇年度の株式投信におけるネットの資金流入額は二兆九八百億円、二〇〇一年度は二兆七八百億円であり、ほぼ横這いである。しかし、資金流入額とほぼ同額の運用損があるために結果として、残高の変化なしとなっているのである。

さらに、販売チャネル別に純資産残高の変化を運用損と資金流出入とに分解してみると興味深いことが看取できる。まず、資金純流入額をみると、銀行窓販は四兆二千億円で証券会社経由を約一兆円上回っている。また、資金純流出入額と株価との相関係数を見ると、証券会社経由では正の相関に対し、銀行窓販はマイナスで相関係数は高くない。すなわち、証券会社経由では株価の上昇下降と平行して資金純流入額が増減する。つまり株が上がると流入額が増加、下がると減少(もしくは流出)するのに対し、銀行窓販では株価動向と関係なく資金が流入しているのである。

証券会社の顧客層は既に株式・株式投信を保有する投資経験者が多く、相場に連動して含み損益が発生する。そのことは同時に投資家のリスク許容度を左右し、投信購入の態様は株価と正の相関を見せるのである。しかし、銀行窓販の顧客の態様はこれとは違っているのである。その理由は、相場の如何に関わらず恒常的に資金が流入する「月掛け投資」が銀行窓販には多いことに加え、これまで株式や株式投信に投資してこなかった未経験の



資金が銀行窓販経由で流入しているからと思われるのである。そうだとすれば、銀行窓販は投信市場に新たな顧客層を開拓しつつあると言えるだろう。

### 3 小括

日銀の資金循環統計では、家計の金融資産構成は時価評価された残高ベースで表されるので、証券のシェアが低下しているからといって、家計の資金が証券市場から流出していると即断すべきではない。むしろ昨年の後半から、家計は株式の買い越しに転じているとみなすべき兆候がある。また、株式投信についてもネットで買い越しが続いているのである。さらに、株式投信では銀行窓販によって新たな顧客層が開拓されつつある。冒頭で見たように、柳沢金融担当大臣の「株式の銀行窓販解禁」論は、個別株式においても銀行窓販を通して新たな投資家層を開拓できるとの認識があるのだろう。

しかし株式投信と個別株とではやはり違つのではないか。投信の銀行窓販の拡大は主として毎月定額投資の「月掛け投資」に負つところが大きい。すなわち、銘柄と時間とのリスク分散がレディメイドにできあがつている商品設計が新規の顧客に受容されているのではないか。投信の月掛け投資は証券投資のリスクマネジメントとしてはほぼ完全であるが、それだけに、得られるリターンも大きくない。

これに対して、個別株の投資家は銘柄、時間ともにリスクを積極的にテークすることでリターンを得ようとするのである。株価が下がる過程で底に近づいたと見越したタイミングで投資家が買いに入るのである。利益成長の期待できると見越した銘柄に買いに入るのである。こうした投資家の層が、銀行や郵便局の窓口が販売チャネルになったからというだけで拡大するのだろうか。株が下がって割安感が広がること、リストラが進捗して企業

価値上昇への期待感が高まること、これが本筋ではないか。

注

(1) なお、東証の公表する週間ベースの投資家別買い(売り)越し額は、個人の分として「信用」と「現金」の別を載せている。これを使って、信用顧客と現金顧客の買い(売り)越し額の動向と株価との相関関係を見ることも可能である。しかし、信用顧客は相場下落で評価損の出た買い銘柄については六ヶ月の信用期限終了後は「現引き」し、相場回復を待って売却する性癖があり、本来は「信用顧客」の「売り」が統計上は「現金顧客」の「売り」にカウントされてしまうケースが多いことに留意する必要がある。

(2) 個人持株比率は一九九九年度末一八・〇%、二〇〇〇年度末一九・四%(一・四%プラス)、二〇〇一年度末一九・七%(〇・三%プラス)となっている(全国証券取引所調べ)

(にかみ きよし・主任研究員)