

記念講演

日本の金融市場：現状と回復のシナリオ

井本 満

三井住友海上シティ生命 社長

はじめに

日本の金融市場はバブル崩壊後、なかなか回復できない状況にあるが、実務に携わる筆者は日本の金融市場の将来に対して、必ずしも暗い見通しを持っているわけではない。本報告では、タイトルにあるように筆者の「日本の金融市場：現状と回復のシナリオ」をコンパクトに紹介したい。ただしここでの見解は、いうまでもなく筆者の個人的見解であり、会社の公式的見解ではないことをお断りしておきたい。また、ここでの見解は「実務家」から見た私見であり、資料によって裏付け説得力のあるものにしようと意図しているわけではない。したがって、論文というより講演と考えていただきたいと思う。筆者の見解を要約するとすると次のようになる。日本の金融市場はバブル崩壊後、株価下落による投資家の安全志向が高まり、公的年金、私的年金の運用率の極端な低下によって沈滞化してきたが、96年の金融ビッグバン以降、株式手数料の自由化、ラップ口座の導入など、金融市場は大きく変化してきた。この変化に合わせて大きな資金シフトは今のところ目立ってはいないが、筆者が携わるところの変額年金保険の急成長に見られるように、必ずや将来的には大きな資金シフトが予想され、そこに日本の金

融市場の回復のシナリオが考えられるということである。

1. 世界の金融市場から見た日本の金融市場

グローバルになった金融市場で理論的にリスク・リターンを考えると「ハイリスク・ハイリターン、ローリスク・ローリターン」ということが一般的に言われる。

それでは1980年から2001年までの世界の金融市場の動きがどうであったか、そして日本の金融市場はどのような位置づけであったかを検証してみよう。次の表はわたしが勤務していた(株)グローバルラップ・コンサルティング・グループが作成したポートフォリオのリターンとリスクである。

1980年からの22年間で見ると海外株式(円ベース)の年複利平均リターンは10.7%、上昇した年の回数は16回、下落の年は6回となっている。一番下げた年は約-19.7%、最高に上げた年は49.2%となっている。そして、海外の債券を見ても平均リターンは5.6%、上昇の年は14回、下落の年は8回となっている。また最高に上げた年は約37.7%、一番下げた年は約-18%となっている。この表からは、海外の株式に関しては海外の債

表1 世界の金融市場動向

	日本株 日興バーラ総合	日本債券 日興BPI	海外株式 MSCI KOKUSAI(円ベース)	海外債券 SSB 世界国債 (除く日本 円ベース)
1980	9.31%	6.13%	7.90%	-12.40%
1981	16.27%	12.78%	0.39%	4.76%
1982	5.78%	9.72%	21.90%	37.66%
1983	28.00%	9.80%	21.27%	1.64%
1984	25.79%	9.60%	13.69%	15.72%
1985	15.58%	8.66%	12.75%	-1.00%
1986	47.17%	10.42%	-0.05%	-6.52%
1987	11.37%	6.40%	-19.73%	-14.14%
1988	36.26%	5.89%	19.91%	8.13%
1989	24.68%	-0.88%	49.16%	27.59%
1990	-38.51%	2.48%	-9.05%	6.40%
1991	-1.52%	12.14%	13.76%	5.29%
1992	-23.73%	10.18%	2.01%	4.36%
1993	10.96%	12.86%	9.26%	-1.29%
1994	9.56%	-1.51%	-10.11%	-9.78%
1995	1.07%	12.13%	33.72%	25.81%
1996	-6.46%	4.90%	38.48%	19.55%
1997	-21.24%	5.49%	40.06%	13.67%
1998	-5.84%	0.45%	10.57%	-0.10%
1999	66.25%	5.38%	10.03%	-17.98%
2000	-25.41%	2.02%	-0.28%	17.72%
2001	-17.64%	3.23%	-2.52%	17.82%
年複利平均	4.8%	6.7%	10.7%	5.6%
年間リターン単純平均	7.6%	6.7%	12.0%	6.5%
最大年	66.3%	12.9%	49.2%	37.7%
最小年	-38.5%	-1.5%	-19.7%	-18.0%

(資料提供：グローバルラップ・コンサルティング・グループ)

券と比較して「ハイリスク・ハイリターン」、逆に海外の債券は海外の株式に対して「ローリスク・ローリターン」といった結果がでているといえよう。

次に日本の株式、債券市場を比較してみよう。同様の22年間の日本株式のパフォーマンスは平均リターンが4.8%、下落の年は22回のうち8回となっている。ぶれの度合いを見ると、最高に上げた年は66.3%、一番下げた年は-38.5%となっている。同期間における日本債券の平均リターンは6.7%、下落の年は22回中、た

ったの2回となっている。最高に上げた年は12.9%、一番下げた年であっても-1.5%である。これから導かれる答えは、日本の株式は日本債券よりも「ハイリスク、ただしリターンについてはローリターン」であったといえよう。過去22年間の日本の投資環境を見ると、日本の株式はハイリスク・ローリターン、日本債券はローリスク・ハイリターンといったような異常な結果がでているといえよう。日本の資産運用会社、保険会社、証券会社、銀行、年金基金は、この様な理論上、

考えにくい金融市場で資金運用をしてきたのである。

2. 近年の日本の金融機関

前節では、日本の金融市場は理論上、考えにくい金融市場であったことを見てきた。それでは、金融市場に参加する資産運用会社、保険会社、証券会社、銀行、年金基金は、どのように金融市場で資金運用をしてきたのであろうか。

① 生命保険会社

まずは生命保険会社の2001年度の収益を見てみよう。

表2 民間生保43社の収益

(単位：億円)

基礎損益	+ 19,767
死差損益	+ 27,067
費差損益	+ 7,898
利差損益(2001年度)	- 15,198
利差損益(2000年度)	- 14,706

(資料：日経金融 2002/10/7)

民間生保43社の2001年度の収益をあらわす基礎利益は1兆9767億円（前年度比－3.5%）と黒字にはなっているものの減少傾向にある。その収益の内容を見ると死差益（予定死亡率によって見込まれた死亡者数よりも、実際の死亡者数が少ない場合に生ずる利益）と費差益（予定事業費率によって見込まれた事業費よりも、実際の事業費が少なくすんだ場合に生ずる利益）が、利差損（予定利率によって見込まれた運用収入よりも、実際の運用収入が少なく場合に生ずる損）を補っている構造になっている。超低金利、日

本の株式市場の運用難で利差損の状況は益々厳しく、2000年度の利差損は1兆4706億円、2001年度は1兆5198億円、そして2002年度は1兆2000億円といった推定値が出ている。1997年から2001年の間に破綻した日産生命、東邦生命、第百生命、大正生命、千代田生命、協栄生命、東京生命の破綻原因の一つとしてはこの多額の利差損が生保会社を圧迫したことがあげられる。

破綻生保会社の直前の予定利率は5%前後、そして破綻後は一気に1%から2%台に急落した。これまで何度か生命保険契約の既契約に対しての予定利率の引き下げが議論されてきたが、利差損の状況が引き続き厳しいこともあり2003年に入り金融庁から保険業法改正案として次のような案が出ている。

- ・ 予定利率の引き下げは生保の申請で実施
- ・ 一定期間は解約を停止
- ・ 引き下げ後の利率に下限（3%程度）を設定
- ・ 利率引下げ幅の妥当性を保険調査人が審査
- ・ 契約者の一割超が反対すれば撤回

② 資産運用会社

将来の年金を取り巻く環境は次第に厳しくなっている。少子高齢化という言葉が頻繁に使われているが、65歳以上の高齢者の人口全体に占める割合が高まり、2000年は17.3%であったのが、社会保障人口問題研究所によると、2025年には27.4%といった予想が出ている。要するに現在は、現役4人で1人の高齢者を支えているのが、2025年には2人で1人を支え

る構図になると予想される。将来、日本の人口が減りつつ、高齢者の数が増え続け、高齢者の年金を捻出するはずの若い人たちの人数が減っていくため、年金運用がアンバランスになっていく。

それに加えて日本の株式市場の低迷、超低金利環境であることから、年金運用の環境が非常に厳しくなっている。企業年金である厚生年金基金のパフォーマンスを見ると、2000年度、マイナス9.83%、2001年度、マイナス4.16%、2002年度4-12月はマイナス10.4%となっている。

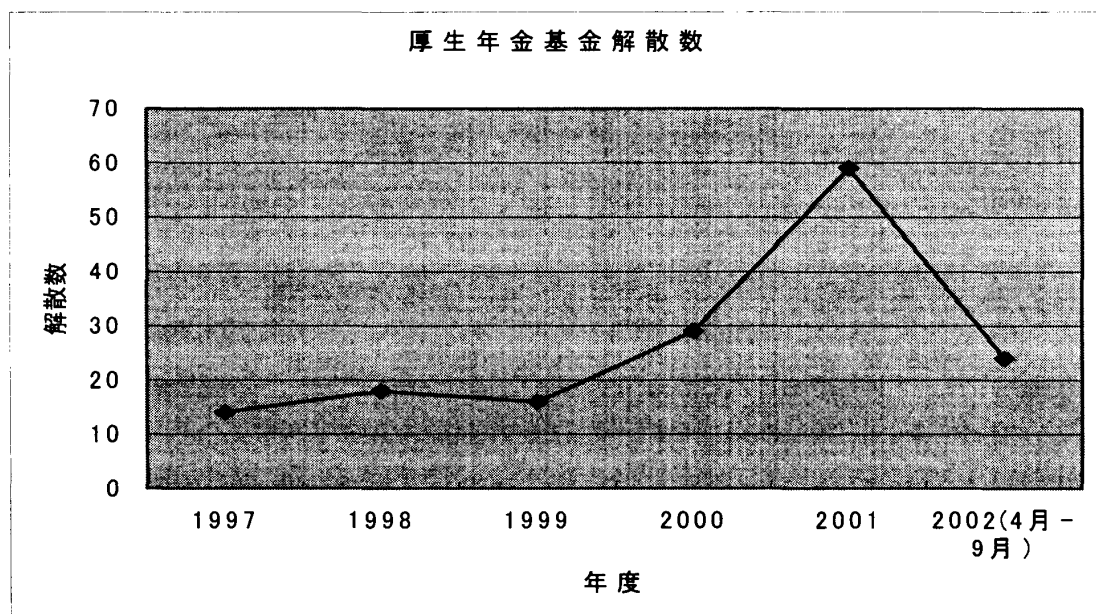
その結果として全国の上場企業は2001年度、新たに発生した年金の積み立て不足の償却に1兆3000億円以上の費用処理を迫られたようである。また、2002年度は1兆5000億円をこえる費用処理が必要になるとの試算もが出ている。企業の負担は増える一方となっており、負担を軽

くしたい企業は国に変わって厚生年金を運用・給付している代行部分を返上し、確定拠出型年金（401k）の導入が相次いでいる。

この確定拠出型年金は、その資産運用リスクがすべて個人に帰属するように設定されているので、現在のような年金のマイナスパフォーマンスを企業が穴埋めする必要がなくなる。しかし、運用のパフォーマンスが悪くなると年金の給付水準の引き下げの可能性もあり、サラリーマンの老後の生活設計に大きな影響を与える可能性もでてくる。

厚生年金基金の解散数は97年度に14となって以来6年連続で2桁を越え、2001年度は59基金解散と最悪の環境となっている。基金から脱退した企業数は97年以来、2万5千社ほどに上り全体の加入事業所数は17万社程度に落ち込んでいる。

図1 厚生年金基金解散数



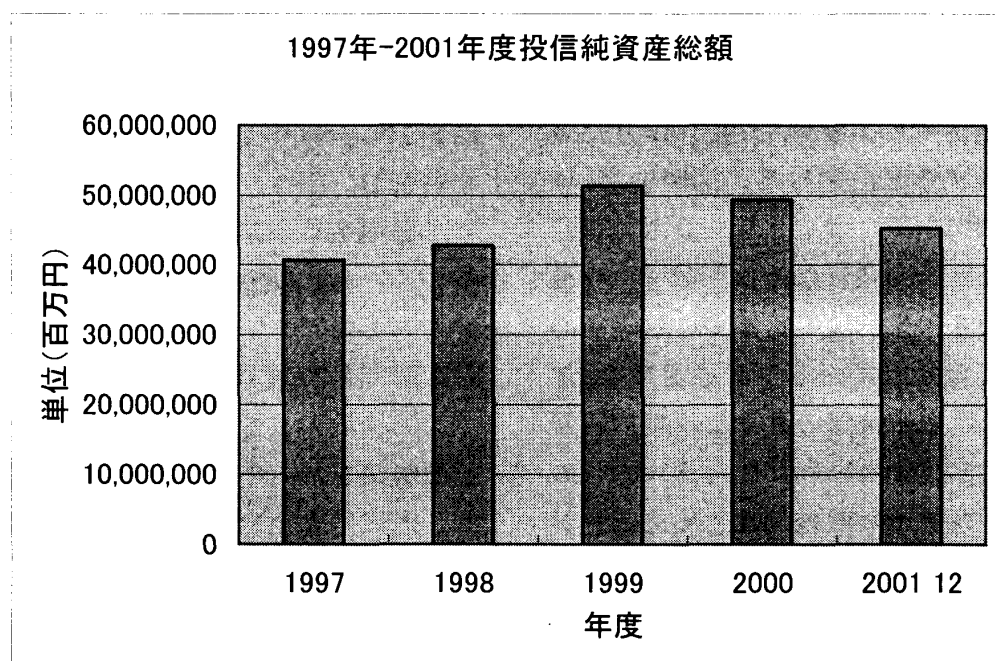
(資料：年金情報)

企業年金と同様に公的年金の資産運用も厳しい環境にある。少子高齢化は公的年金にとって非常に深刻な問題をもたらしている。従来、公的年金である厚生年金、国民年金は従来、60歳から年金を受け取ることになっていたが、2001年に法改正があり、段階的な支給開始年齢の切り上げが始まり、2025年までには65歳からの支給となる予定である。また、厚生年金保険料は現在、年換算で13.58%（労使折半）となっているが、2025年には20%まで引き上げていく標準計画もある。さらに保険料が20%でも足りない場合には、給付水準を引き下げるという選択も将来でている。また公的年金問題としては2000年度に国民年金保険料の未納率が27%に達している。年金保険料の未納は

景気が悪いからだけではなく、若い世代で将来の公的年金給付に不信感が広がっていることもあげられる。この様に私的年金、公的年金ともに年金資産運用のパイは減少傾向が続き、今後もこのトレンドは続いていく可能性が高い。

また、資産運用会社の資産のパイを考える上で、投資信託の純資産額を見る必要がある。1998年は日本の金融ビッグバンが始まった年の資産額は約43兆円、99年には順調に51兆円を超え更に2001年には60兆円規模となっていた。しかし、2001年11月29日には米国のエネルギー大手エンロンの経営破たんてエンロン円建て債を組み入れたMMFが元本割れを起こして以来、投資信託の解約が続き資産額は30兆円の半ばとなっている。

図2 投信純資産の推移



先ほど説明したように年金市場の縮小傾向が続き、また投資信託市場が急激に縮小している環境では、資産運用全体のパイがどんどん小さくなっており、資産運用会社にとっては死活問題となっている。

③ 銀行

1989年には22もあった大手銀行、信託銀行は金融自由化の流れの中で大再編が起こり、現在、みずほファイナンシャルグループ、三井住友ファイナンシャルグループ、三菱東京ファイナンシャルグループ、UFJホールディングス、りそなホールディングス、新生銀行、あおぞら銀行、三井トラスト・ホールディングスの8つのファイナンシャルグループに集約されてきている。その過程でペイオフが進められ、2002年4月からの定期預金のペイオフ解禁となった。2003年4月からは普通預金にも完全ペイオフ解禁が行われる予定であったが、2002年12月に金融庁は完全ペイオフ解禁を2005年4月以降に先送りすると決定した。2002年3月期まで過去10年間に償却された日本の銀行の不良資産は83兆円以上と巨額で、今後も引き続き大規模な不良債権の処理が必要な状況となっている。ペイオフの2年間の猶予は金融機関の更なる再編や経営改革を促す目的といわれている。銀行の中には不良債権処理の加速で経営基盤が揺らぎ、更なる公的資本導入の可能性もでてくる。そのため、2003年に入ってからそれらが起こる前に銀行独自で資本増強の動きが活発化してくるであろう。銀行の不良債権の増加、保有株の株価の下落、自己資本の増強のために巨額の増資

という構図がある。

④ 証券会社

1999年10月の株式売買の委託手数料完全自由化もあり、従来の株式売買中心の収入から投資信託、債券販売の収入の位置づけが変わってきている。大手証券会社の個人営業部門の収入構成割合で半分以上を占めていた株式売買が減り、保険商品が一割、残りを株式、債券、投信が三分している状況である。2002年4-12月の上場証券21社の業績が発表されたが、21社のうち最終損益は16社が赤字となっており、日本の超低金利、日本株式運用難がそのまま証券業界に逆風となり、経営は厳しい状況である。証券会社の安定収入の基盤となる顧客からの預かり資産（株式、債券、投信）の動きを見ると、2001月の末から1年間で大手3社だけでも約101兆円から約94兆2000億円まで減少した。これらの背景には2002年に日経平均が20%下落、投資信託の資産残高も8兆円ほど減少していることが原因と考えられる。また、保険商品の販売が増えて、証券会社の預かり資産が保険会社に移っている。証券会社は資産管理型のビジネスを掲げている中、長期的な手数料収入源である預かり資産は減少している。

2003年に入って金融庁は証券新口座の全面解禁を打ち出した。その趣旨としては、株式売買型の手数料から資産残高に応じて手数料を支払う同口座（ラップ口座）を普及させ、個人投資家が株式市場に参加しやすい環境を整えるためである。ラップ口座については1998年に日本でも投信ラップ口座が導入されていたが、今回のラップ口座の大きな意味は証券会

社自身が個人投資家に対して投資助言、注文執行、口座管理、運用報告を行うことで、預かり資産残高に対して手数料を徴収するところにある。今までの投信ラップ口座では投資助言、運用報告は投資家が契約した投資顧問会社が行い、注文執行、口座管理は証券会社が行うかたちになっていた。そのため、この5年間ラップ口座の知名度がなかなか上がらなかった。しかし、証券会社がラップ口座のような投資一任もしくは投資助言の業務が出来るようになると現在の預かり資産の活用、資産管理型のビジネスが一段と注目されてくるであろう。証券会社による投資一任、助言サービスは、顧客の利益が相反するために出中々進まなかった業務であるが、筆者としてはコンプライアンス、売買システム整備、証券会社独自のリサーチが十分に活用されることで、利益相反の問題を乗り越えることができると考えている。今のような厳しい金融環境の中での証券新口座の全面解禁は証券会社にとっては極めて大きなチャンスといえる。

3. 日本の金融市場回復シナリオ

日本の金融市場回復のシナリオとして、①景気回復による株式市場の上昇、②証券税制改革による株式市場の活性化、③世代間の資産のシフトによる金融市場の活性化などがあげられると思われる。

景気回復シナリオについては2003年度政府経済見通しが2002年12月に臨時閣議で了承され、実質0.6%成長、名目でマイナス0.2%成長となっていた。また民間のシンクタンクの2003年経済成長見通しの平均は実質0.3%成長、名目でマイナス

0.9%といった数字が出ている。このシナリオが正しいとすると、名目成長は3年連続のマイナス成長となる見込みである。政府の見通しは概して楽観的であるので、ただでさえ良くないこの数字から考えると景気回復がすぐに見込めない状況である。特に2003年の後半、日本の景気が米国の景気回復による持ち直しを見込んでいる点についても不確実な面が大きい。一般の企業のリストラ、そして銀行の不良債権処理に伴う雇用環境の悪化で、完全失業率は5.6%と過去最悪となる見通しである。そう考えてみると、景気回復シナリオによる日本の株式市場の上昇は当面期待できない。

次にあげられるのは証券税制改正による株式市場の活性化であるが、2003年1月から株式譲渡益課税で源泉分離方式が廃止となり、申告分離方式に一本化された。株式譲渡益の申告分離方式については26%の税率が2007年までには10%（その後は20%）、配当課税は最高50%から10%（2008年以降は20%）、また株式投信課税については20%から10%（2008年3月以降は20%）と減税、簡素化がすすんだ。2003年度の税制改正では、株式売却益と公募株式投信の解約・償還損との相殺を認める予定となっている。また、株式譲渡益だけではなく株式配当、株式投信の収益分配金にも減税が取り入れられ、また損益通算などが取り入れられることなど、預貯金から株式投資へお金が流れるための税制面での支援が行われているが、配当水準が高くないと意味がない。

株式投資に関しての税制が複雑であることにも問題がある。財務省は個々の納税者に番号をつけて管理する納税者番号

制度の導入も考えているようであるが、株式の売却損と配当収入を相殺するなど金融関連所得の損益通算を幅広く認めるなど、税制上の優遇措置を受ける場合に限った選択性での導入に傾きつつある。私見によれば、全ての納税者への納税者番号制度の導入が不可欠で、そうすることで複雑である証券税制が一段と簡素化し、ひいては株式投資への呼び水となると考えている。したがって、今回の証券税制の改正による効果は大きくはないと考えている。

世代間の資産シフトによる金融市場の活性化という切り口から見てみると日本の閉塞感のある金融市場に光明が見出される。現在、1400兆円もの個人金融資産があるが、1998年の日本版金融ビッグバンからその金融資産を取り込むことに日本、海外の金融機関は力を注いできたが、実際のところは投信市場の縮小、証券会社の預かり資産縮小など、成功してきたとはいえない。先に見てきたように、日本では長期にわたって、株式についてはハイリスク・ローリターン、債券についてはローリスク・ハイリターンであったこともあり、金融資産の50%以上が安全性の預貯金にあり、リスク資産の割合は益々縮小している状況である。

そのような環境の中、50歳以上の人たちが860兆円といった金融資産を保有していることに注目する必要がある。日本の年金3本柱のうち公的年金、企業年金が傾きつつあることは先に見てきた。従来これらの年金は盤石と考えられてきたが、それらへの信頼感が薄れてくると家計は個人年金を重視せざるを得ない状況になる。しかも長寿国日本を考えると、

家計はますます長生きするリスクを考える必要があり、そのリスクを回避するためにも自助努力で年金を確保する必要がでてくる。そういった環境の中、2002年の10月に個人変額（投資型）年金保険の銀行窓販が開始された。この変額年金保険は、年金の受取り開始時期よりも早く契約者が死亡したときには死亡保険金が支払われ、生存した場合には年金が支払われるものであるが、死亡保険金や年金の金額が投資した資産の状況によって変動するものである。年金保険とは個人にとってリスクはあるものの長期投資で年金原資を確保、その期間は課税繰り延べで複利効果が得られ、最低死亡保障があることで資産継承が可能な商品である。イメージとしては、個人運用の年金・保険ということができる。

注1) 昨年の10月から銀行による変額年金保険の銀行窓販解禁したが、2002年年末までの販売額は3800億円、先行販売をしていた証券会社の販売額も加えると約8000億円と変額年金市場は急速に成長している。

私見によれば、この変額年金市場は深い眠りにある日本の金融資産の再活用を進めるもののものであり、しかも販売会社である銀行、証券会社、商品組成にかかわる資産運用会社、保険会社の全てに関わっており、厳しい日本の金融市場全体にとって重要な位置づけになると考えられる。

むすび

最近の超低金利の国債への資金シフトに見られるように、家計の資産選択は危険資産から安全資産へシフトしてきてい

る面と、一方で厚生年金基金の解散、確定給付型年金から確定拠出型年金へのシフトに見られるように個人自らが投資をせざるを得ない状況の二つが指摘できるように思われる。特にこの数年の金融を取り巻く環境の変化は激しく、投資家は好むと好まざるに関わらず、自己責任でもって投資を行わざるを得ない状況になっている。日本の金融資産の大半は今までのように、公的年金によって老後の50歳以上の方が保有をしており、彼らは年金との関連で資産運用をしていく。ところがここに、大きな構造変化が生じている。1つは公的年金に対する信頼性の低下と、私的年金に対する規制の緩和、特に変額年金保険の登場である。ここでは、筆者が日頃携わる変額年金保険の可能性について私見を述べたが、その将来性は極めて明るい。この変額年金保険はこれまでの規制された日本の金融市場に風穴を開ける可能性があると考えられる。また風穴が開くことによって、制度的な改正が行われ、それがさらに新しい金融商品を生み出し、投資家の資産のシフトをもたらしていくと期待される。景気対策、税制改正など政府主導での経済政策よりも、規制緩和による新たな金融商品の可能性に期待したい。

注1)ここで簡単に変額保険年金の特徴を説明しておきたい。個人変額年金保険とこれまでの年金保険との大きな違いは保険会社が運用のリスクを取るのか個人が取るのかと言った点にある。一般の年金保険は保険会社の一般勘定という口座で顧客の払い込み保険料を管理・運用するが、あらかじめ顧客に対

して予定利率を決めて契約する定額型の保険商品である。簡単に言えば、この定額型保険の払い込み保険料に対して毎年運用利回りを保証し、その上、元本も保証する。そういった意味では従来の保険は、銀行の預金などのように安全性の高い金融商品であった。それに対して変額年金保険の払い込み保険料の管理・運用は特別勘定と呼ばれる口座で行われる。それぞれの投資信託ごと、たとえば日本株、債券、海外株、債券の投資信託ごとに特別勘定が設定され、個々、またはそれぞれの組み合わせを個人が自由に選択し運用することになる。当然、自分で資産運用するためには投資信託間の乗換えが必要になる。そのような投資信託間の乗り替えをスイッチングというが、一般の投資信託のスイッチング(売買)の際には売買手数料や売却益に対しての課税を考える必要があるが、変額保険の特別勘定内での投資信託のスイッチングに関しては商品によっては年間15回までは無料といったものがあり、売却益への課税は解約時まで課税が繰り延べられる。したがって、通常の投資信託の取引より有利になっている。

<参考資料・文献>

グローバルラップ・コンサルティング・グループ
年金情報 2002年10月
日経金融新聞 10/7/2002