

デフレ経済下における 個人の貯蓄・投資行動

銭谷 馨

CONTENTS

景気変動と個人貯蓄

預金保険制度改革とペイオフ解禁の影響

商品別に見たマネーフロー

高齢者が鍵を握る個人金融資産

要約

- 1 戦後一貫して増加を示してきたわが国の個人金融資産は、2000年度に初めて前年度比マイナスを記録した。景気低迷の影響で所得が減少するなかで、家計は消費を削ることによって貯蓄率を維持してきたが、その消費を抑える行動に限界が来ていることの現れといえよう。
- 2 高貯蓄率を牽引しているのは高齢者層といっても過言ではない。したがって、高齢者の貯蓄・投資行動が、わが国全体の個人金融資産の動向に大きな影響を与えている。これが預貯金偏重に大きく起因している。
- 3 高貯蓄率と並んで、わが国の個人の貯蓄・投資行動の特徴となっているのは、金融資産の配分が預貯金偏重になっていることである。これは、どの年齢層にも共通していることに加え、貯蓄額の多い高齢者層においてより顕著な傾向を示していることが、大きな要因となっている。
- 4 ペイオフ（金融機関の破綻時に、預金保険機構が元本1000万円とその利息までは保険金として支払うこと）の解禁が事実上2年延期されたことによって、この預貯金偏重の傾向は当分の間続くものと思われる。
- 5 預貯金偏重は半ば普遍的様相を呈しているが、その他の金融資産の中では動きが生じている。長引く低金利のなか、衰退する金融商品もあれば、元気のある金融商品もある。このような変化のなかでも共通しているのは、金融資産の資金流入の鍵を握っているのは高齢者層ということである。

景気の低迷が続くなかで、個人の貯蓄・投資行動はどのような影響を受けているのだろうか。本稿では、まずマクロ経済との関連で近年の個人金融資産の動向を整理し、次にペイオフ解禁という制度の見直しが及ぼす影響を考える。最後に、商品から見たマネーフローの動きを追ってみたい。

そこに観察されることを一言でいえば、わが国の個人金融の貯蓄・投資行動を特徴づけてきた基本的な部分（例えば、高貯蓄性向や預貯金中心の商品選好など）は依然根強い一方、小さな変化（例えば、元本保証のない金融資産への流入）も見られるということである。この小さな変化が、わが国の個人の貯蓄・投資行動が大きく変容する予兆であるのか、今後注目されるところである。

景気変動と個人貯蓄

わが国の個人金融資産残高は、2000年度に、日本銀行が「資金循環勘定」統計として公表し始めた1965年度以来初めて、前年度比マイナスとなった。続く2001年度も残高が減少し、2年連続のマイナスを記録した。この傾向は2002年度も続くと見られている。

この現象は、長引く景気低迷で可処分所得が減少し、家計は1999年度までは消費を切りつめることで貯蓄率を維持してきたものの、消費水準の切り下げにも限界が生じ、貯蓄する余裕がなくなってきた結果といえよう。

1 統計上初の残高減少を示した個人金融資産

図1は、1990年度からの経済成長率と個人金融資産残高の伸び率を見たものである。

2000年度以降、金融資産残高は減少を示している。これは2000年度と2001年度の個人金融資産への資金の純流入額（＝流入額－流出額）が、1999年度の30兆円から、2000年度は約半分の17兆円、2001年度はさらに半分の9兆円へと、大幅に減少していることが大きい。さらに、この流入額の減少に加え、株価低迷により株式の評価額が下がったため、前年度よりも残高が減る結果となったのである。

では、なぜ純流入額が減少しているのかを見ていきたい。

図2は、可処分所得の伸び率の推移を見たものである。景気低迷の影響で可処分所得の伸びが鈍化し、1998年以降はマイナスを記録

図1 経済成長率と個人金融資産残高伸び率

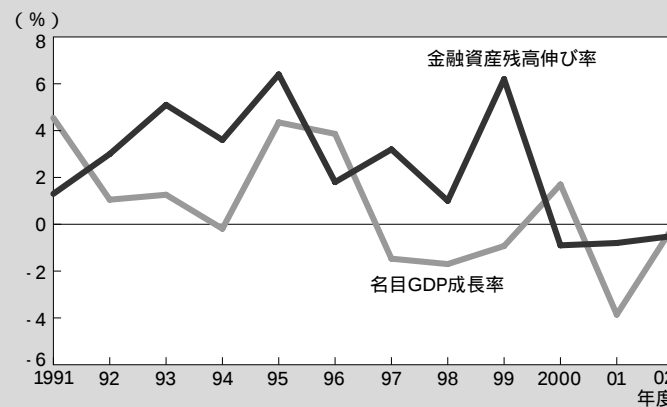


図2 可処分所得の前年比伸び率の推移

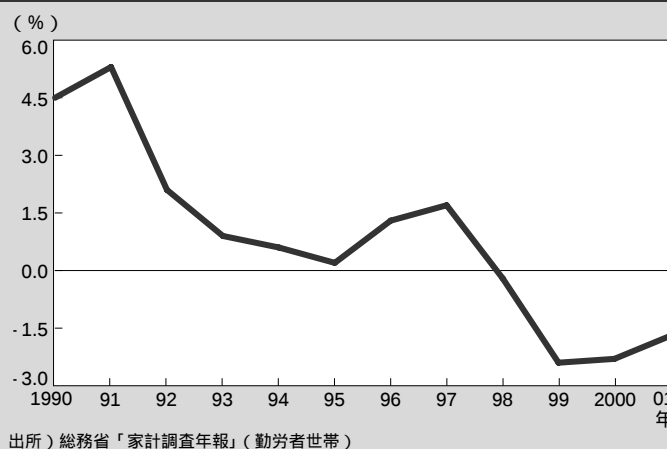


図3 下げ止まりを見せる消費性向

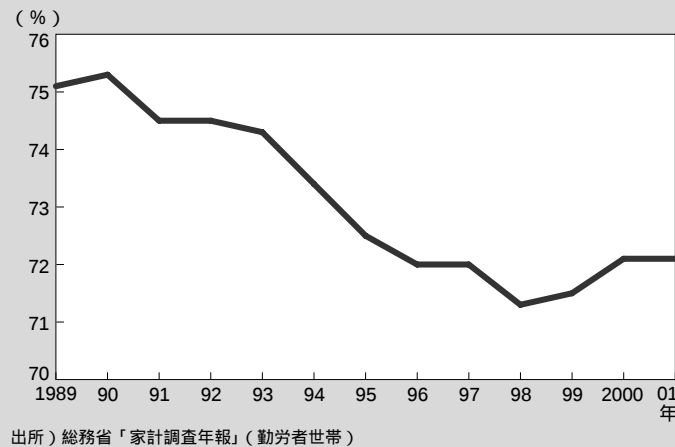
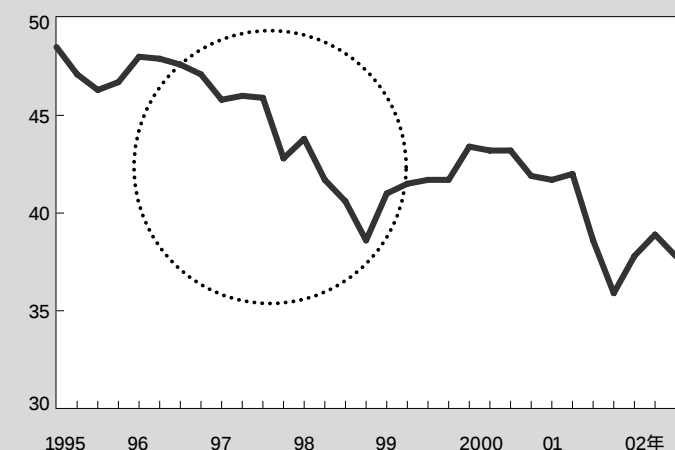
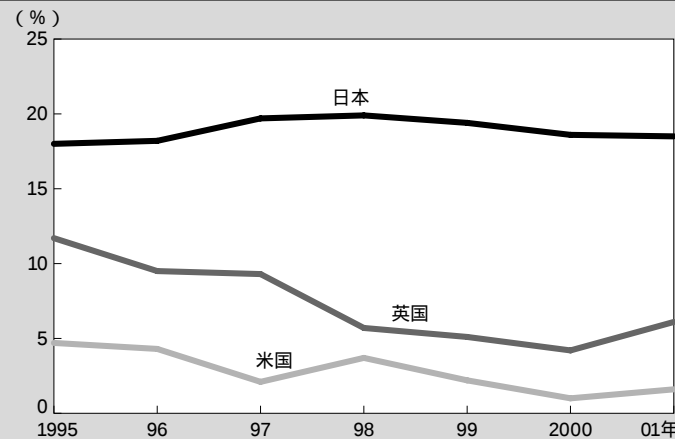


図4 消費者意識指標「今後の収入の増え方DI」



注) ここでのDIは、消費にプラスな回答区分「良くなる」に1、「やや良くなる」に0.75、中立な回答区分「変わらない」に0.5、マイナスになる回答区分「やや悪くなる」に0.25、「悪くなる」に0の評価を与え、これを各回答区分の構成比(%)に乘じ、合計したもの
出所) 内閣府「消費動向調査」

図5 主要国の家計貯蓄率の比較



出所) 総務省「家計調査年報」(勤労者世帯)、米国 BEA (商務省経済分析局) "Survey of Current Business" および英国 ONS (国民統計局) "Economic Trends"

している。一般的に、いったん身についてしまった消費行動は、簡単には修正できず、所得が下がっても、消費も同じように下げることが難しいといわれている。ということは、所得が減少するなか、消費水準を維持したならば、消費性向は上昇し、貯蓄率は下がることになる。

しかし、図3を見ると、1998年の消費性向は下げを示している。これは、所得の下げ以上に消費水準が下がったことを意味している。実際、実額を見ても、消費支出は減少している一方で、貯蓄額は増加を示している。

このように、所得の伸びが僅少もしくは減少となるなかで、個人貯蓄が増えるというのは、わが国の家計の金融行動における特徴の1つを示しているようにも思われる。1997～98年度の内閣府「消費動向調査」の「消費者意識指標」を見ると、この時期に「今後の収入の増え方」に対する見通しが急速に悪化していることがわかる(図4)。

おそらく、この時期に大手金融機関の破綻が相次いだことが、将来に対する不安を増幅し、消費を控えて貯蓄にまわす行動に現れたのだろう。総務省「家計調査年報」の平均貯蓄率(勤労者世帯)を見ても、1996年の18.2%から98年の19.9%へと、大きく率が高まっている。

しかし、1998年以降可処分所得のマイナスが続き、それに応じて消費を減少させているものの、所得の減少以上に消費を切りつめることが限界に達してしまったと思われる。すなわち、貯蓄を減らすことで消費を維持する行動に移ったのが1999年以降であり、これが個人金融資産への純流入額が大幅に減少した原因である。

デフレ経済が続くなかで、消費水準を維持するのか、貯蓄を継続するのか、今後の動向が注目される。

2 貯蓄率と年齢階層別動向

わが国の家計の貯蓄率は、主要先進国と比較して高い水準にある。2001年の主要国の貯蓄率を見ると、米国1.6%、英国6.1%に対し、日本は18.5%という高率を示している。この日本の貯蓄率の水準は、図5に見るように、比較的安定していることに特徴がある。

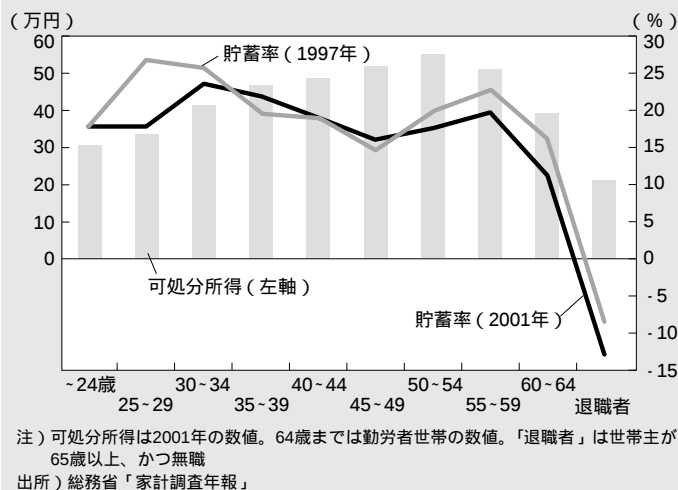
不安定な景気情勢のなかで、前述したように、わが国の家計における高貯蓄体質にも変化が出てくる可能性があるが、今後の経済変動と個人金融資産の動向を考えるうえで、年齢層別に見た貯蓄行動を無視するわけにはいかないだろう。

図6は、1997年と2001年について、勤労者世帯の年齢別貯蓄率を見たものである。35歳から49歳までの年齢層でわずかに貯蓄率が上昇しているものの、他の年齢層では総じて減少傾向にあることがわかる。また、名目で見た貯蓄額についても、35～39歳の層では増加が見られたものの、その他のすべての年齢層で減少している。

30歳代、40歳代の貯蓄率・貯蓄額がむしろ増加しているのは、将来への不安の現れと見られる。金融広報中央委員会が毎年実施している「家計の金融資産に関する世論調査」の2002年版によると、「老後の生活についての考え方」について、「心配である」と回答した比率は、どの年齢層でも高くなっているが、なかでも30歳代、40歳代が高く90%を超えている。

将来に対する不安が高い分、所得が減少す

図6 年齢別に見た平均貯蓄率



るなかでも貯蓄を捻出していると想定される。逆にいえば、わが国の貯蓄率が今後減少へ向かったとしても、30歳代、40歳代の貯蓄行動によって、そのスピードはゆるやかなものになる可能性が高い。

預金保険制度改革と ペイオフ解禁の影響

2002年9月末で1392兆円にも達する個人金融資産の半分以上は預貯金へ預入されており、貯蓄率の高さとともに、わが国の個人金融行動の特徴となっている。本章では、預貯金偏重の実態と、預貯金偏重に影響を与える可能性のある預金保険制度の変更についてレビューする。

1 預貯金偏重は変わらず

わが国の個人金融資産は、次ページの図7に見るように、預貯金偏重が長年続いており、現在もその状況に変化は見られない。「家計の金融資産に関する世論調査」(2002年)に

図7 個人金融資産の資産配分

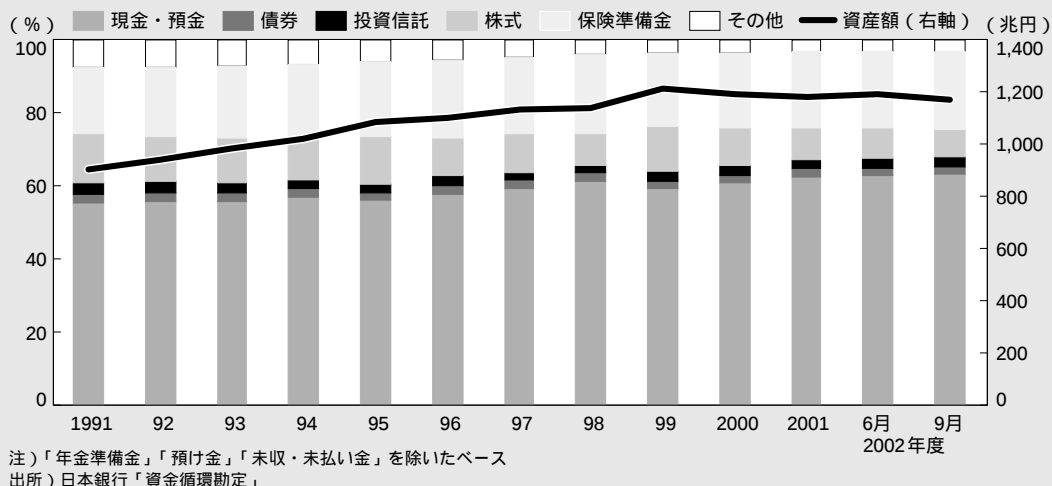
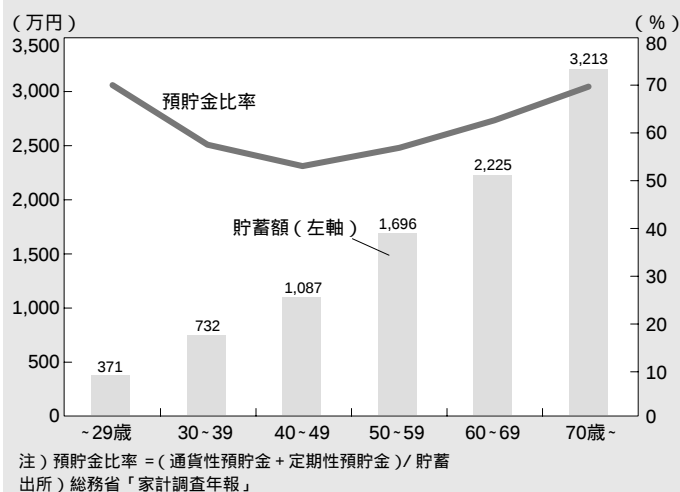


図8 年齢別に見た預貯金比率



よると、金融商品の選択基準として「安全性」を重視する回答が過半数に達しており、預貯金偏重は意に反した結果ではなく、主体的な投資行動の結果といえる。

2002年9月末の家計の金融資産残高1392兆円のうち、預貯金は767兆円に達し、全資産に占める比率は55.1%である。さらに、個人金融資産1392兆円の中身を見てみると、個人が主体的に選択した金融商品とはいえない資産、例えば企業年金資産も含まれている。

そこで、個人の主体的な選択によってどのような資産配分が行われているかを見るために、「年金準備金」「預け金」「未収・未払金」を除いたベースで見ると、金融資産残高は1212兆円、預貯金への配分比率は63.3%となり、預貯金偏重の実態がさらに浮き彫りになる。

総務省「家計調査年報」における年齢別金融資産動向を見ると、若年層および高齢者層における預貯金の比率が高くなっている(図8)。若年層における預貯金の比率が高いのは、そもそも所得が少額であるため、必然的に貯蓄額は限られたものとなり、換金性の高い預貯金が選択されているのだろう。一方、高齢者層については、リスクをとって金融資産を増やす必然性は乏しく、安定志向を強めている結果といえよう。

わが国の預貯金偏重は、全年齢層共通であることに加え、金融資産の多い高齢者層が資産運用をあまり行わないことが、預貯金偏重を牽引しているといえる。

また、図9から、わずか5年の間にも人口

構成が高齢化へ進んでいることがわかる。50歳代以降の家計の金融行動が変化しない限り、預貯金偏重の傾向は今後も続くものと思われる。

ただし、安全性を重視するという行動として預貯金に資金が集まったのは、銀行の破綻が想定されていなかった時代においては、当然の成り行きだったかもしれない。しかし、ペイオフが解禁されることによって、預貯金の安全性に対する考え方も微妙に変化してくることが予想される。

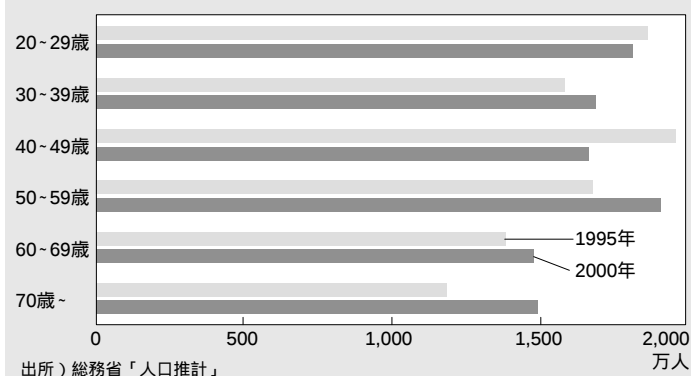
2 預金保険制度の変遷

現在の預金保険制度では、金融機関が破綻したときは、ペイオフ方式（預金者に対して、預金保険機構が直接保険金を支払う方法）、資金援助方式（破綻した金融機関を合併、営業譲渡などによって救済する、金融機関に対して資金援助を行う方法）——の2種類の方法が用意されている。

1971年の発足当初は、のペイオフ方式だけであり、の資金援助方式は、86年の預金保険法改正の際に導入された経緯がある。すなわち、破綻金融機関の処理方法として、資金援助方式は歴史的にはむしろ後から導入された方法である。だが、今までの金融機関の破綻に際してペイオフの発動は1件もなく、資金援助方式だけがとられてきた。

1995年に金融制度調査会が、2001年3月末までペイオフ実施を凍結することを決定した。これは金融機関の破綻が相次ぐなか、今後ペイオフ方式をとる可能性が否定できなくなってきたことへの対応といえよう。すなわち、この猶予期間に、金融機関は不良債権を処理して厳しい経営状況を改善すること、お

図9 日本の人口構成



よびディスクロージャー（情報開示）の充実度を高めることが求められた。

また預金者にも、ペイオフの周知徹底を図る期間が必要であったため、凍結という特例措置が講じられた。この特例措置によって、2001年3月末日までは、本来ならばペイオフ対象外の金融商品までもが全額保護されることとなった。

しかし、金融機関の経営状況の改善が想定以上に進まなかったため、1999年にペイオフ解禁の延期が決定された。2000年5月24日に成立した改正預金保険法は、すべての預金の全額保護を1年延期し、決済性預金はさらに1年延期して、2003年3月末まで全額保護することになった。

この改正預金保険法に従って、決済性預金以外の預金に関しては、当初の予定通り2002年3月末にペイオフ解禁が実施された。1年後の2003年3月末には全面解禁になる予定であったが、このままでは金融不安を助長しかねないとして解禁を懸念する声が夏頃から高まり、さまざまな対応策が検討された結果、

決済性預金のペイオフ解禁は延期するけれども実施する、利息を付さない決済用預金

を新設し、それは恒久的に全額保護する——という案に落ち着いた。

これによって、当初2003年4月に解禁される予定だった決済性預金のペイオフ解禁は、2005年3月末まで延長されるという政府決定がなされた。これを受けて、この延長などを定めた「預金保険法及び金融機関等の更正手続の特例等に関する法律の一部を改正する法律案」が2002年11月21日に衆議院を通過、続いて12月11日に参議院本会議においても可決、成立した。施行は2003年4月1日となっている。

3 部分的ペイオフ解禁に伴う 預金の動き

2002年4月に実施された部分的ペイオフ解禁に伴う資金移動は、大方の予想通り定期性預金からの資金流出であった。2002年3月末までの半年間で、国内銀行の個人の定期性預金から流出した資金は13.7兆円にのぼった。このうち、預金総額が1000万円以上の預金者層からの資金流出が13.0兆円であった。

それらの資金の流出先であるが、さまざまな金融商品への分散が行われたわけではな

く、要求払預金へ集中する形となった。同期間の要求払預金への流入額は22.9兆円、うち預金総額1000万円以上の預金者層における流入額は14.4兆円となっており、要求払預金が定期性預金から流出した資金の受け皿となったことがわかる（図10）。

定期性預金からのこのような動きは、預金者が信用リスクに対して敏感になっており、合理的に行動したことの現れであるといえる。ただし、決済性預金の全額保護が続いていたため、預貯金という枠内での資金移動にとどまり、預貯金偏重の実態に変更は生じなかった。

2005年4月1日に決済用預金を除く預金の全面解禁が予定されているが、ペイオフが実施された場合に影響を受ける高額預金者は、高齢者層が大半を占めることから、預貯金偏重に劇的な変化が生じることは考えにくい。

商品別に見たマネーフロー

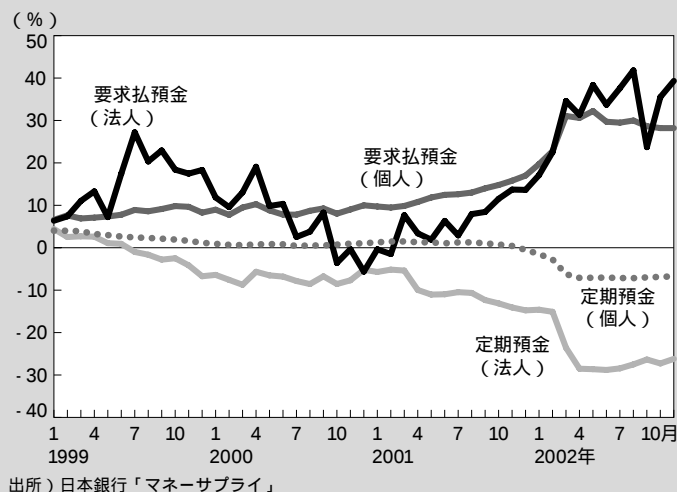
以上見てきたように、預貯金偏重は今後も続くと思われるが、その他の金融資産についてはどうであろうか。預貯金を除く金融資産の中では、小規模ながら変化が生じている。長引く低金利のなか、衰退する金融商品もあれば、元気のある金融商品もある。このような変化のなかでも共通しているのは、金融資産の資金流入の鍵を握っているのは高齢者層ということである。

1 高金利期に資金流入のあった 商品の明暗

（1）信託の衰退

貸付信託、金銭信託には1990年前後の高金

図10 マネーサプライから見た預金の動き



利期に、大量の資金が流入した。信託銀行という限られた金融機関での取り扱いにもかかわらず、残高ベースでは1992年度には個人金融資産の約6%を占めるまでに至っている。しかし、その後の長引く低金利の影響で、1994年度以降はネットで流出超となっている（図11）。

信託の中でも貸付信託の流出が大きい。特に、半年複利方式で人気を博した「ビッグ」が大きな落ち込みをしていると見られる。ただし、個人投資家が一方的に貸付信託から資金を引き揚げたとはいえ、利回りを低めに抑えたのは信託銀行の戦略でもある。長期の貸出需要の低下、および信託銀行自体も不良債権を抱えてリスクをとりにくい状態に陥っているなかで、貸付信託で資金を調達する需要が低下していたからである。

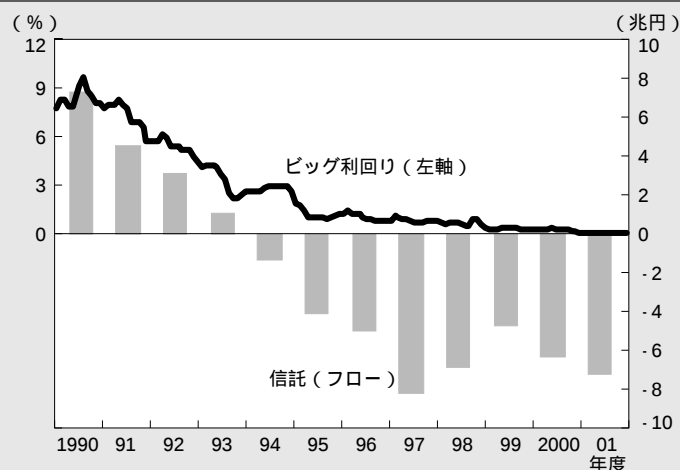
金銭信託は貸付信託よりも緩やかな下降曲線をたどっている（図12）。金銭信託は、一定の据え置き期間を経過した後は、預入者が自由に期日を指定できるという自由度がある。ビッグの満期到来によって解約された資金の一部が、「ヒット」や「スーパーヒット」などの金銭信託を一時的な預け替え先として利用したため、貸付信託の動向に逆行する経路をたどっていると思われる。

表1は、年齢別の貸付信託・金銭信託の1世帯当たり保有額を見たものである。信託の残高の減少は、保有率の高かった高齢者層の資金が引き上げられたことによるものといえよう。

（2）信託と同様に低調な金融債

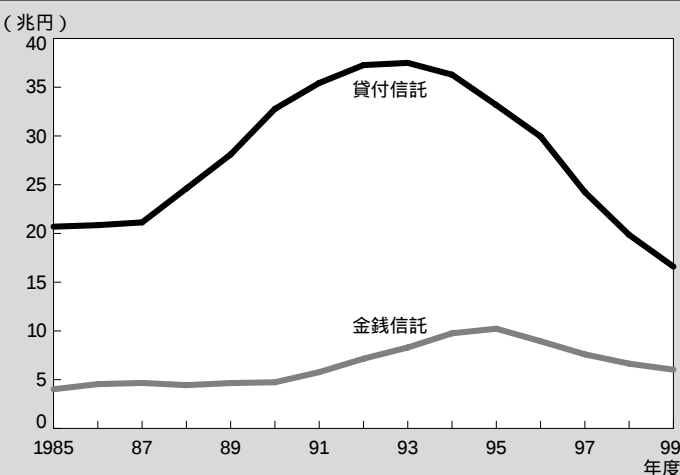
高金利期に人気を博したが1990年代後半に衰退した金融商品として、金融債もあげられ

図11 信託の流出入状況（個人）



出所) 日本銀行「資金循環勘定」

図12 個人の信託残高の推移



出所) 信託協会『信託』

表1 年齢別に見た貸付信託・金銭信託の1世帯当たり保有額

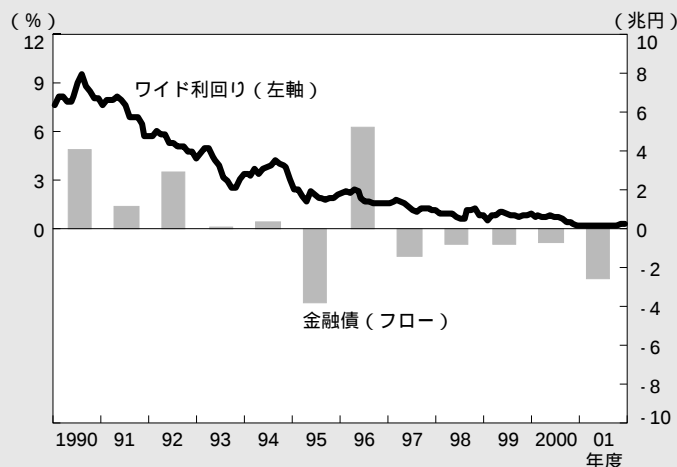
	(単位: 万円)				
	～29歳	30～39歳	40～49歳	50～59歳	60歳～
1990年	9	18	28	54	120
1996年	2	6	25	36	85
2002年1～6月期	0	2	6	20	46

出所) 総務省「貯蓄動向調査」(全世帯)

る。金融債の中でも、ビッグと同様に半年複利方式として売り出された「ワイド」は、高金利が魅力となって資金を集めた。

次ページの図13は、金融債に対する資金流

図13 金融債の流出入状況



出所) 日本銀行「資金循環勘定」

図14 ワイドとビッグの利回り比較

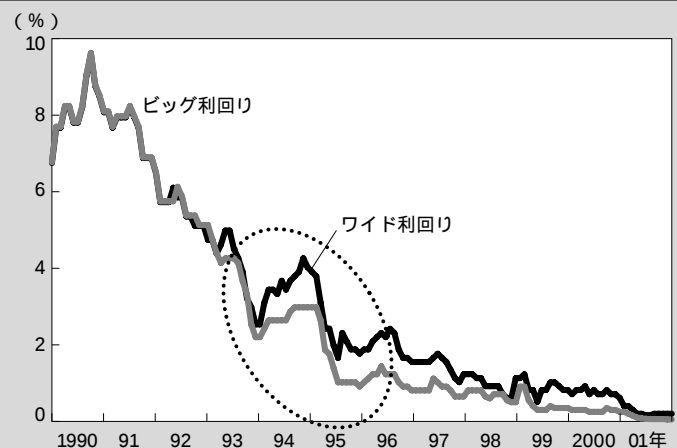
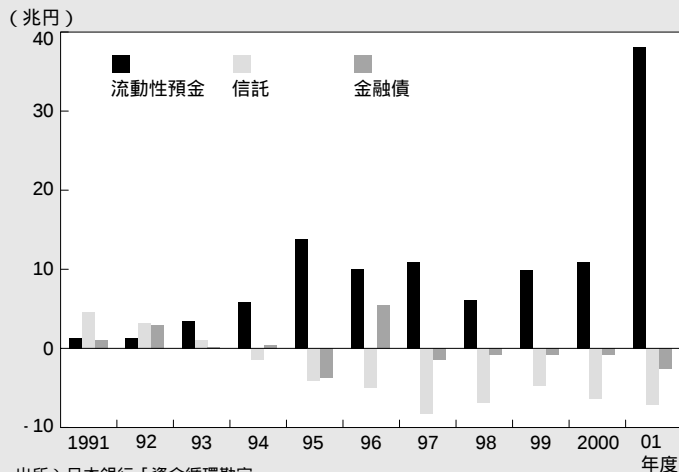


図15 信託、金融債の受け皿となった流動性預金



出所) 日本銀行「資金循環勘定」

出入の推移を見たものである。1995年には、高金利期に集められた資金の満期が到来したこと、再び金利が低下してしまったことが重なり、大幅な流出超となった。1996年にいったんは流入を見せているのは、ビッグの解約資金の一部が、流れたものと思われる。これは、図14に見られるように、ワイドとビッグは同じ商品性で利回りもほとんど同じ水準で推移していたが、金利低下局面でワイドが利回りをやや高めに維持し、ビッグとの格差が生じたからである。

信託、金融債から流出した資金は、預貯金が吸収した格好となっている(図15、2001年度の預貯金の突出はペイオフの影響)。購入層の大半が高齢者層で占められているという事実からすれば、預け先が預貯金に向かうのは必然的な流れであったといえよう。

(3) 郵便定額貯金の満期到来

ビッグ、ワイドと同様に高金利期に預入された郵貯定額貯金が、2000年から2001年にかけて満期を迎え、その解約のために定額貯金から多額の資金が流出した。定額貯金は10年満期であったため、前述のビッグ、ワイドよりもさらに低い金利のもとで満期を迎える形となり、大きな資金移動を引き起こすのではないかと注目を集めた。しかし、結果は予想に反するものとなった。

2000年4月から2001年12月までの定額貯金の払戻額は94兆7796億円であり、そのうち利子課税金額や預入限度額(1000万円)のために再預入できない額を差し引いた再預入対象勧奨金額は72兆2865億円とされる。この中から定額・定期貯金に再預入された額は54兆3122億円に達し、再預入率は70%という高い

数値を示した^{注1}。金利が著しく低下しているにもかかわらず、高い再預入率を示したのは、信用リスクに対して敏感になっていることの証左といえよう。

ただし、そもそもの絶対額が巨額であるため、再預入率が高いとはいえ、郵貯以外に流出した額も30兆円前後に達した見られる。これらの資金は、銀行の流動性預金、国債などへ流れた模様である。

2 超低金利のもとで資金流入の 見られる金融商品

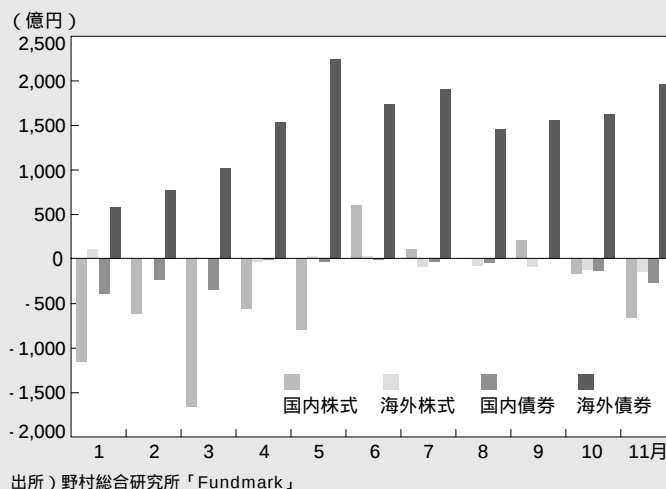
超低金利のなかでも、家計が金利収入を追い求める姿勢は強い。また、近年の外国為替規制の緩和や国債の大量発行が、下記に見られるような関連金融商品の動静に影響を与えている。

(1) 「海外債券」ファンドの一人勝ち

図16は、国内公募株式投信への資金流入の状況を見たものである^{注2}。NRI 野村総合研究所の「Fundmark (ファンドマーク)」分類において、「海外債券」に分類されている投信への資金流入が際立っている。これは、わが国よりも海外の金利の方が高いため、インカムゲイン (利子収入) を期待できる、毎月決算型として設定されている投信が多く、毎月配当を受け取ることができる——という2つの要因によるところが大きいと思われる。

「海外債券」ファンドの設定額上位10ファンド中、毎月決算型のファンドは7ファンドにのぼる。また、この10ファンドには、2002年1月以降に設定されたファンドが3ファンドも含まれている。それらはいずれも毎月決算

図16 国内公募株式投信の資金流入 (2002年)



型であり、ニーズの高さがうかがわれる。

なかでも、国際投信投資顧問が設定している「グローバル・ソブリン・オープン (毎月決算型)」は、2002年12月末現在1兆2000億円超の純資産総額に達し、わが国最大級の投資信託となっている。同ファンドは、配当受け取りコースと、配当再投資コースの2種類が用意されているが、資金の大半が配当受け取りコースに流入している。

同ファンドは、特に高齢者層による購入割合が高くなっており、高齢者層にとって、年金のほかに毎月一定のキャッシュフローが入ることが魅力となって、好調に推移しているようである。おそらく、他の毎月決算型ファンドも同様の傾向を示していると思われる。

(2) 対外証券投資の躍進

個人投資家による海外の金融商品への投資も増大している。対外証券投資の残高は、最近5四半期連続で伸びており、2002年9月末で10兆円に達している (次ページの図17)。

この間、個人による外国株投資は、そもそ

図17 個人の対外証券投資残高の推移



ものの額が小さいうえ、売買高も売り越し傾向であるため、対外証券投資の増大に貢献しているのは、外国債券、外国投信への資金流入と考えられよう。なかでも、一時期の外貨預金に代わって、外債投資が広く行われるようになったことが最近の傾向と見られる。

「家計の金融資産に関する世論調査」(2002年)によると、外債を保有している額が最も高いのは70歳以上で、1世帯当たり平均444万円となっている。1年前の調査でも70歳以上が最も高い額を保有していたが、その額は平均265万円であった。アンケート調査では

あるものの、保有額が飛躍的に伸びていることがわかる。また、この調査を見る限り、外貨預金からの乗り換え組も多いと見られ、インカムゲインへの期待が大きいようである。

(3) 郵貯定額貯金の受け皿となった国債

国債は2000年第2四半期以降、10四半期連続で、流入超を示している(図18)。この時期は、ちょうど郵貯定額貯金の満期解約が本格化した時期と重なること、当時の郵便局が国債の販売に力を入れ始めていたことから、定額貯金の解約資金の一部が国債に流入したと思われる。また、2年物などの比較的短期の国債に資金が集まっている。

図19は、郵便局における2年利付国債の販売状況を示したものである。郵便局での国債販売額は、証券会社を含めた全体と比較すると小さいものの、最近の個人による消化状況を見るうえでは有効な統計といえよう。

それによると、2001年3月債から利回りが低下したため、引受額に比べて販売は低調だったが、2002年2月以降は郵便局が引受額を減少させたため、基本的には順調な消化が続いている。ただし、2002年9月債だけは、引受額1000億円に対して、販売額はわずか126億円という若干異常な状況が発生した。

2001年4月債以来、2年利付国債の表面利率は0.1%で推移しているが、発行価格が異なるため、応募者利回りは発行月によって異なっている。個人が国債を保有する場合、利息の20%が源泉徴収されるため、表面利率が0.1%の場合には税引き後のクーポン収入は16銭となる。したがって、発行価格が100.15円まではプラスの利回りを確保できるものの、100.16円では利回りはゼロ、100.17円以

図18 個人金融資産における国債の流出入状況

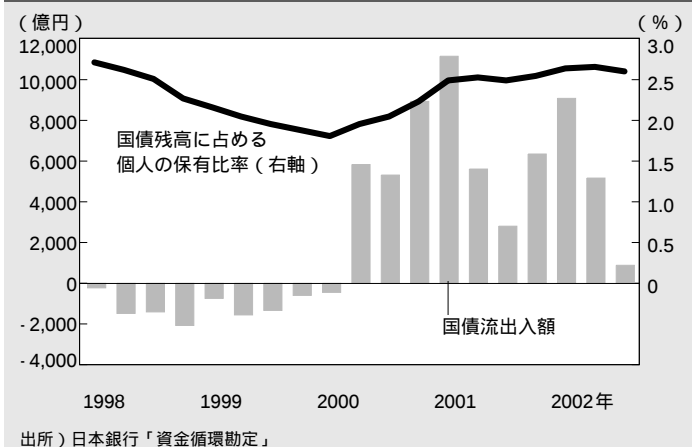
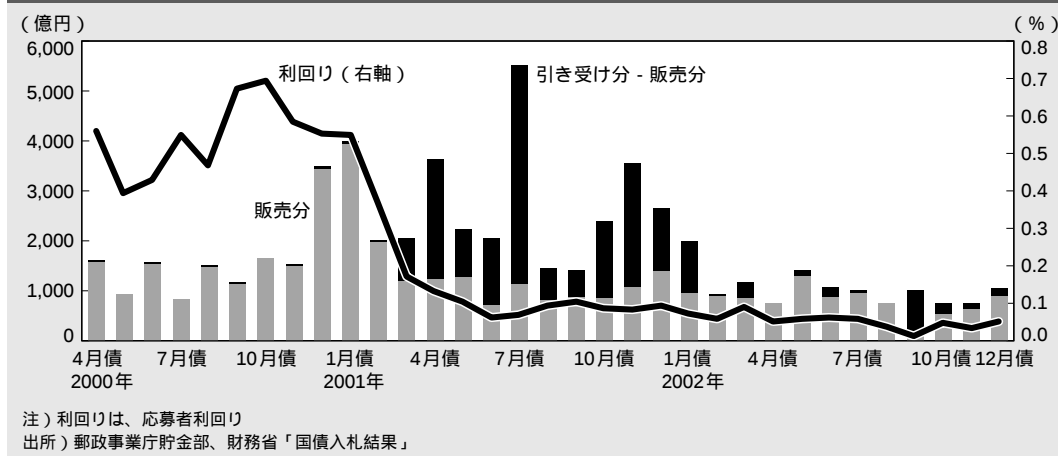


図19 郵便局窓販における2年利付国債の販売状況



上ではマイナスの利回りとなってしまふ。

2002年9月債は、発行価格が100.17円であり、税引き後の利回りがマイナスとなる。このため、購入者は税制優遇を受けられる人だけに限られてしまい、販売額が一挙に減少してしまったのである。

（4）完売が続くミニ公募債

個人による地方債への投資は、消化率で見ても社債より低く、少額にとどまっている。

しかし、地方債に対して個人が無関心かという、そうともいえない。というのは、2002年から発行が開始されたミニ公募債（住民参加型ミニ市場公募債）の売れ行きが順調だからである。

ミニ公募債とは、地方債協会に設置された「地方債に関する調査研究委員会」の中間報告書（2002年1月31日公表）において、自治体の資金調達手段の多様化を図る一手段として提案された地方債の一種である。法令上の定義は特にないが、発行額が少額、購入対象を地域住民に限定している、調達資金の用途を明確にしている、最低購入単位を

低めにし、また購入限度額を設けるなどして多くの住民が購入できるようにしている——などの特徴を持っており、市場公募債の発行が認められてきた28自治体以外の、小規模な自治体でも発行が可能となっている。

初めてのミニ公募債は、2002年3月に群馬県が発行した「愛県債」で、販売は群馬銀行だけの取り扱いであったが、発行額10億円がわずか18分で完売となった。その後、2002年12月までに17自治体がミニ公募債を発行した（次ページの表2）。いずれも販売は好調で、購入できなかった住民からの再発行の要望が高くなっている。

従来、市場公募債の発行が認められていた東京都も、2002年に「東京再生都債」と名づけたミニ公募債を2回発行している。いずれも即日完売となり、住民の関心度の高さをうかがうことができる。購入層を見ると、第1回、第2回とも60歳以上の購入者だけで70%以上を占めており、高齢者によって消化されていることがわかる。

地方自治体が発行する債券ということで信頼度が高く、また同年限の預金よりもわずか

表2 2002年のミニ公募債の発行状況

発行体	名称	発行額 (億円)	利率 (%)	償還期限 (年)	発行年月日	最低購入単位 (万円)	購入限度額 (万円)
群馬県	愛県債 第2回	10	0.66	5	2002. 3. 25	1	100
		30	0.54	5	2002. 6. 28	1	100
兵庫県	兵庫県民債 第2回 第3回	50	0.59	5	2002. 6. 5	1	500
		50	0.44	5	2002. 7. 30	1	500
		100	0.30	5	2002.12. 4	1	1,000
札幌市	ミニ市債	20	0.16	3	2002. 7. 29	1	100
太田市	おおた市民債	5	1.05	7	2002. 8. 6	10	100
東京都	東京再生都債 第2回	200	0.12	3	2002. 9. 18	1	500
		200	0.18	3	2002.12. 16	1	500
愛知県	あいち県民債	70	0.32	5	2002. 9. 27	1	300
北九州市	北九州市ひまわり債	10	0.32	5	2002. 9. 27	1	100
神戸市	こうべ市民債	20	0.32	5	2002.10. 30	1	200
岐阜県	ぎふ県民債	20	0.32	5	2002.10. 31	1	100
大阪市	みおつくし債	20	0.32	5	2002.10. 31	1	3,000
福岡市	夢・こども債2002	20	0.12	3	2002.11. 21	1	なし
大分県	おおいた元気債	10	0.34	5	2002.12. 17	1	100
青森県	青い森の県民債	20	0.38	5	2002.12. 25	1	200
神奈川県	かながわ県民債	200	0.64	7	2002.12. 25	1	3,000
福岡県	福岡県うぐいす債	50	0.38	5	2002.12. 26	5	500
埼玉県	彩の国みらい債	100	0.34	5	2002.12. 26	1	500
茨城県	大好きいばらき県民債	20	0.34	5	2002.12. 26	1	200

注) 福岡市は、当初購入限度額を500万円に設定していたが、途中で撤廃
出所) 各自治体へのヒアリング調査などを基に作成

ではあるものの高い利回りを享受できるということが魅力となり、受け入れられたのである。

ミニ公募債の特徴として、多くの住民に購入してもらいたいとする自治体の希望を反映して、購入限度額が設けられているケースが多い。平均購入額を見ると、購入限度額に近い額となっている事例が多く、購入限度額いっぱい額を購入した投資家が大半を占めていることがわかる。また、販売に当たっては指定金融機関、すなわち各自治体における地場有力銀行が扱っているケースが多いため、高齢者が預金感覚で購入できる商品となって

いるのだろう。

3 株式、投信の状況

(1) 株式市場低調でも株式離れは生じていない

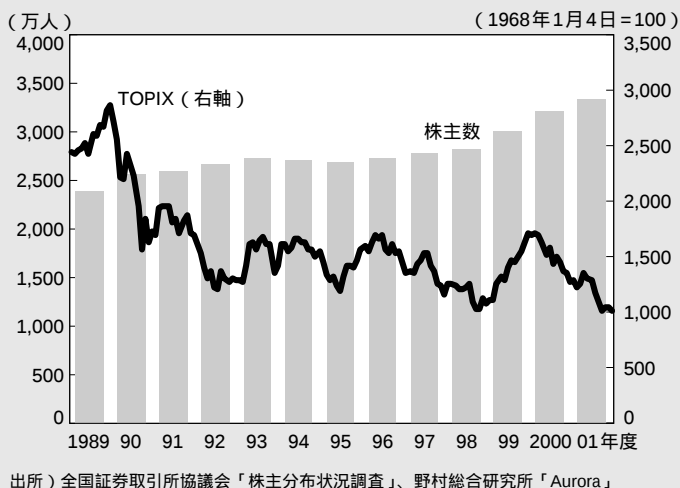
2002年9月末の個人金融資産に占める株式の比率は、同年6月末における7.4%から低下し、6.7%となった。ただしこれは、この四半期に株式市場が大幅な下落(TOPIX 東証株価指数は10.1%の下落)を見せたため時価総額が落ち込んだことによるもので、フローでは約8000億円もの流入超が見られた。この例に見られるように、最近の株価低迷に

購入者数 (人)	平均購入金額 (万円)	購入方法	購入状況
1,026	97	先着	18分で完売
3,450	87	抽選	3.56倍(応募額ベース)
1,923	260	先着	当日午前中で売り切れ
1,901	263	先着	当日午前中で売り切れ
3,696	271	先着	初日に96%販売。6日目に完売
2,201	91	先着	完売
546	92	抽選	5.7倍(応募額ベース)
10,146	197	先着	1時間20分で完売
9,979	200	先着	1時間15分で完売
n.a	n.a	先着	当日午後3時半に完売
1,137	88	先着	当日午前中で売り切れ
1,357	147	先着	発売の9日目で完売
2,220	90	抽選	6.41倍(応募額ベース)
276	725	先着	43分で完売
集計中	集計中	先着	完売
1,147	87	抽選	2.5倍(応募者数ベース)
1,226	163	先着	59分で完売
集計中	集計中	先着	消化額は199.34億円
集計中	集計中	先着	2日目に完売
集計中	集計中	先着	募集開始初日に完売
1,174	170	先着	43分で完売

もかわらず、一概に個人の株式離れが進んでいるとはいえない。

また、全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」によると、単元株保有の個人株主数は、6年連続の増加を示し、2001年度は3351万人に達した(図20)。ただし、この数は延べ人数であるため、純粋に株式投資をする人が増えたのか、すでに株式投資をしている人

図20 単元株主数の推移



が他の銘柄を購入したために株主数が増加したかはわからない。

いずれにせよ、株価の下落によって割安感が出てきたこと、投資単位のくくり直しなどによって株の購入資金が少額でも可能になったことなどによって、個人投資家は「買い」という行動に出ていることがわかる。

また、個人保有の株式数(単元株ベース)を株主数で割ると、1人当たりの保有数は2000年度の5.03単元から2001年度には5.41単元へと、わずかではあるが上昇している。この点からも、株式離れの状況は生じていないといえよう。

表3は、総務庁「貯蓄動向調査」に基づいて、1995年と2000年の株式の保有状況を年齢別に見たものである。例えば、1995年の25～29歳層の人たちは、2000年には30～34歳層に

表3 年齢別に見た株式保有者比率

	～24歳	25～29	30～34	35～39	40～44	45～49	50～54	55～59	60～64	65歳以上
1995年	0.0	8.3	12.5	14.7	16.1	18.7	24.2	22.9	22.7	35.7
2000年	0.0	5.6	9.9	11.5	17.3	17.8	23.0	25.2	21.6	25.4

出所) 総務省「貯蓄動向調査」

なったということになる。同世代内で、5年前と比較して株式保有者の比率が増えたかどうかという観点から見ると、2つの年齢層で保有者比率は減少しているものの、残りの7つの年齢層で増加していることがわかる。

ここでも、株式離れはあまり起きていないといえそうだが、株式保有者比率の増加はいずれも微々たるものにすぎない。特に、長期投資を始めるのに適した20歳代後半から40歳代の世代で、株式保有の裾野があまり広がっていないのが課題といえそうである。

(2) 好調な投資信託の銀行窓販

個人資金の流入から見た最近の投資信託

の傾向は2つある。1つは、銀行窓販が好調であること、もう1つは、前述したように、公募株式投信の中でも、「海外債券」に投資しているファンドに資金が流入していることである。

銀行窓販は、1997年12月からの間貸し方式を経て、98年12月に銀行窓販が解禁されて以来、順調に純資産総額を伸ばしている。株式投信、公社債投信、MMF（マネー・マネジメント・ファンド）の中で、特に株式投信の純資産総額の伸びが著しく（図21）、2002年11月末現在6割以上を占めている。

しかし、株式投信の純資産総額を全体で見ると、足踏みした状態が続いている。すなわ

図21 銀行窓販における公募投信の純資産総額

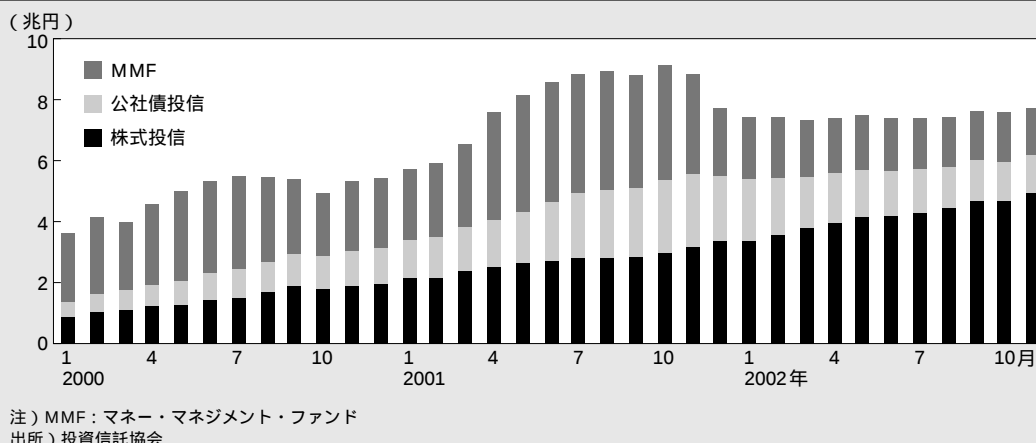


図22 販社別に見た公募株式投信の純資産総額

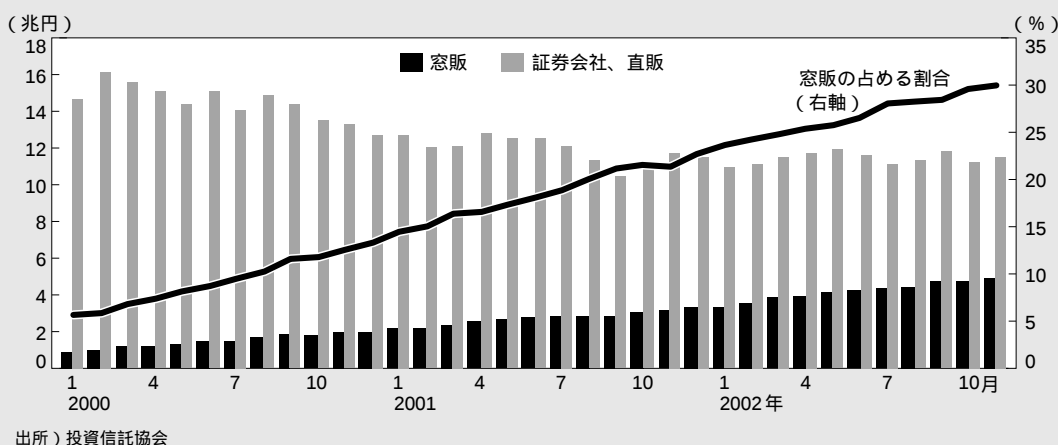
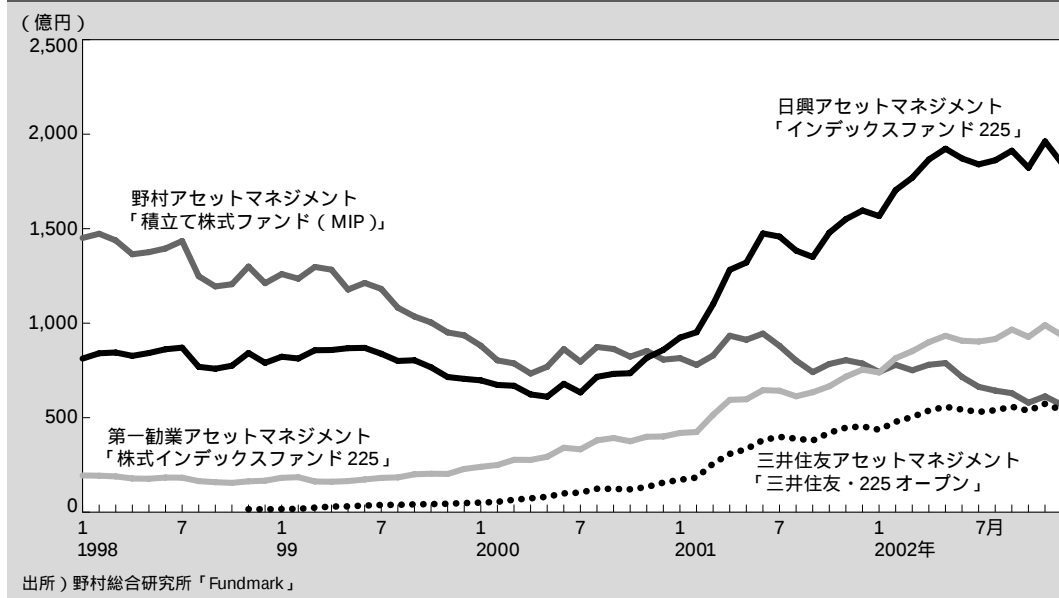


図23 日経225連動型ファンドの純資産総額の推移



ち、直販、証券会社経由の純資産総額の減少を、銀行窓販経由の増加が補うという構図になっているのである。その結果、公募株式投信のうち銀行窓販分は、2000年1月末において5.7%であったのが、わずか3年で30%に達する勢いとなっている(図22)。

銀行窓販による投信の販売が好調である様子は、日経225連動型ファンドの純資産総額の推移に如実に現れている。

日経225連動型ファンドとは、日経225株価指数に連動することを目標とした株式投信であり、一般的な株価指数をベンチマークとすることから、主要投信運用会社のすべてが商品ラインアップに加えているものだが、各社のパフォーマンスにはほとんど差はない。

しかし、日経225連動型ファンドの純資産総額でトップを守っていた野村アセットマネジメントの「積立て株式ファンド(MIP)」を、日興アセットマネジメントの「インデックスファンド225」、第一勧業アセットマネジ

メントの「株式インデックスファンド225」が最近逆転するなど、資金流入には相当の格差が生じている。こうした違いは、基本的には販売チャネルの違いから生じている。

例えば、日興アセットのファンドは、都市銀行だけでなく、地方銀行19行でも販売されている。そのうち4行は、投信窓販上位10地方銀行にランクされている。一方、野村アセットのファンドは、銀行での販売はなく、証券会社3社で販売されているだけである。

図23には、このほかに1本の日経225連動型ファンドを加えて、純資産総額の推移を掲載している。順調に純資産総額を伸ばしているのは、いずれも都市銀行、地方銀行で販売されているファンドである。

高齢者が鍵を握る個人金融資産

わが国の個人金融資産の変化要因について、高齢化による貯蓄率の低下、規制緩

和などによるマネーフローの変化——の2点がよく指摘されてきた。本稿で見てきたような近年の動きは、わが国の個人金融資産が、上記2点において理論的に予想されていた事態とは、異なる動向を示しつつあるように思われる。

まず第1点だが、ライフサイクル仮説に従えば、高齢者は現役時代に蓄えた貯蓄を取り崩して消費を行うため、高齢化が進展することによって、わが国全体の貯蓄率も低下するであろう、と予想されていた。確かに、45ページの図6に見るように、退職者の貯蓄率はマイナスを示しており、貯蓄を取り崩していることがわかる。ただし、図6で用いた「退職者」は、世帯主が65歳以上でかつ無職の者を集計したものであり、高齢者の全体像からはやや乖離があるといわざるをえない。

日本銀行の中川忍、須合智広の両氏は、2000年に、総務省「全国消費実態調査」^{注3}の個票データを用いて、世帯主ではない、あるいは有業者である60歳以上の者も含めて、高齢者の貯蓄率を集計し直している^{文献4}。その結果によると、60歳以上においても2桁の貯蓄率となっている。すなわち、高齢化が進展しても、高齢者が持続的に貯蓄を行っているため、貯蓄率が低下しない、という実態が浮き彫りとなっている^{注4}。高齢者の貯蓄性向に変化が生じない限り、今後も貯蓄大国の姿は続くものと思われる。

第2点であるが、日本版金融ビッグバンを通して規制緩和が進展することによって、マネーフローに変化が生じ、預貯金に偏った個人金融資産に動きが生じると期待されていた。しかし、2002年までの個人金融資産を見る限りでは、預貯金偏重が変化した様子は見

られない。むしろ、ペイオフ解禁が実質的に2年延期されたことによって、預貯金偏重の動きは助長されたといっても過言ではないだろう。

したがって、当面、主要部分をなす預貯金の規模が大きく減少することは考えにくく、変化があるとすれば、預貯金以外の金融資産の中で生じるものと思われる。その変化も、高齢者がどの金融資産に魅力を感じるかという点がポイントといえよう。

高齢者層がインカムゲインに注視している点は、以前からの傾向であり、いかに魅力的なインカムゲインを提供できるかが、資金流入の鍵を握っていると思われる。新しい金融商品として、個人向け国債、ミニ公募債、J-REIT（不動産投資信託）、ヘッジファンドなどが登場している。これらは、いずれもインカムおよび絶対リターン追求の商品であり、今後の資金流入の動向が注目されるところである。

注

- 1 通常貯金を含めた再預入額は58兆1243億円で、再預入率は約80%であった。
- 2 投資信託協会の分類では、ファンドの約款において株式を保有することが可能なファンドはすべて株式投信に分類されるため、主として債券に投資するファンドであっても株式投信に分類されているファンドは多い。
- 3 論文中に用いたデータは、総務省「家計調査報告」に基づくものである。総務庁「全国消費実態調査」は5年に1度の調査のため頻度は少ないものの、対象世帯数が家計調査の約8000世帯に対して約6万8000世帯と多く、確度の高い統計といえる。
- 4 高齢者が高い貯蓄率を維持していることに関しては、中川忍氏が文献3の中で、「福祉制度の問題が、高齢者に対して、自分が要介護となっ

た時の高いコストに見合うだけの貯蓄を保有させようという強いインセンティブを与えている可能性が高い」と分析している。

参考文献

- 1 経済企画庁調査局編『日本経済の現況』各年版
- 2 堀保浩「金融市場の変動と個人の金融資産選択」『郵政研究所月報』2000年3月号
- 3 中川忍「90年代入り後も日本の家計貯蓄率はなぜ高いのか?」『日本銀行月報』1999年4月号
- 4 中川忍・須合智広「日本の高齢者の貯蓄行動」日本銀行調査統計局ワーキングペーパー00-13、2000年8月
- 5 穴戸知暁「変化する家計の貯蓄行動～貯蓄率低下が消費を下支え」『日本経済マンスリー』2002年11月号、野村総合研究所
- 6 銭谷馨「ペイオフ凍結解除前後の個人金融資産動向」『資本市場クォーターリー』2002年夏号
- 7 日本経済新聞社編『日経金融商品総ガイド』各年版
- 8 大蔵省銀行局編『銀行局年報』各年版
- 9 日本金融通信社『ニッキン投信年金情報』各週号
- 10 財団法人地方債協会・総務省自治財政局地方債課「平成13年度『地方債に関する調査研究委員会』中間報告書」『地方債月報』2002年2月号

著者

銭谷 馨（ぜにやかおり）
資本市場研究部主任研究員
専門は個人投資家動向