

「1200兆円の個人金融資産」はどこへ行く

（4人家族で約4千万円の個人金融資産）

96年11月の「金融ビッグバン」の発表以来、「1200兆円の個人金融資産」という言葉がまるで流行語のようによく使われるようになった。1200兆円という額は、わが国GDP（国内総生産）の約2.4倍、一般会計予算の約15.5倍という巨額なものである。単純計算では国民一人当たり約1千万円となり、4人家族では1世帯で約4千万円にもなる（ただし、個人部門には約320兆円の金融負債があり、ネットの金融資産はこの分少ないことになる）。そんなにお金があるとは実感していなかったという人も多いかもしれない。いずれにしても戦後日本人が懸命に働き、将来に備えて貯蓄に励んできた成果と考えられる。この豊富な個人金融資産いわば貯蓄は、金融機関等の仲介者を通して産業界に投資され、わが国経済の成長を支えてきた。そういう意味では個人金融資産は概ね有効に活用されてきたといえよう。しかし、これら資産の所有者（貸し手）サイドが、十分納得のいく運用利回りを享受しているのかということも無視できない問題である。この「1200兆円の個人金融資産」を所有者サイドの視点から、より有効に活用する、すなわち個人金融資産の運用利回りを高めることは、「金融ビッグバン」の重要な目的の一つである。

（安全第一の投資行動）

個人金融資産は、日本銀行の資金循環勘定によれば、96年末で1209兆円とされている。前年末比でみると、94年56兆円、95年51兆円、96年28兆円それぞれ増加しており、増加のテンポはやや鈍化したものの、その規模は年々拡大している。96年末の1209兆円の内訳は、現金43兆円、預金645兆円、保険303兆円、信託77兆円、株式74兆円、国債・金融債等35兆円、投資信託32兆円となっている。このように、わが国個人金融資産の構成は、安全資産とされる現金・預金が過半を占め、株式等個人がリスクを取る部分のウェイトが非常に小さいところに特徴がある。また、このうち海外資産に投資されている資金もごくわずかに過ぎないといわれている。これらのことは、銀行不倒神話の下で利回りを犠牲にしても安全を第一に考えてきた個人の投資行動の表れともいえよう。

（わが国の預金・株式・債券は魅力的？）

預金は典型的なローリスク・ローリターン商品といっても異議を唱える人は少ないと思う。しかし、わが国の株式や債券は、ハイリスク・ハイリターン商品またはミドルリスク・ミドルリターン商品として、リスクに見合う収益を期待できるものであろうか。

わが国株式（東証1部上場）の平均配当利回りは1%未満であり、平均PER（株価収益率）も50倍を超えている。わが国経済はかつてのような高成長を期待できず、企業も人件費負担の増大等様々な問題を抱えている。それでも、株式が預金よりも有利な投資対象だといえるであろうか。「金融ビッグバン」によって株式市場のインフラが整備され、手数料や税金等の株

式取引コストが低下すれば株価にプラスとなる。しかし、株式の発行体としての企業そのものが収益力を向上させ、魅力的なものとならなければ、株価の上昇は長続きしないであろう。株式がハイリターン商品と呼べるようになるためには、上場企業の平均的な収益力が着実に上昇していくことが必要である。はたして、今のわが国企業にこれを望めるであろうか。

債券はどうか。代表的なわが国 10 年物国債について考えてみよう。国債を買って償還までもっていれば確定利回りであり、信用リスクも市場リスク（値下りリスク）も考慮する必要はないかもしれない。しかし、今後 10 年の間に仮にインフレが昂進すれば、10 年後に受け取る償還金の購買力は大幅に低下する。また、償還前に売却する場合、金利上昇による値下がりリスクを伴う。これらのリスクを考慮した上で、現在の年間 2 % 程度の利回りは満足のできる水準といえるだろうか。これらのことを考えると、現在のわが国の株式や債券は、リスクに見合うだけのリターンを期待できる商品かどうか疑問に思わざるを得ない。

銀行に定期預金として預けておいても、1 年で 0.3 % 程度しか金利がつかない。しかし、現在の消費者物価上昇率は、消費税率の引き上げの影響を除くと年 0.5 % 程度であり、「実質金利 = 名目金利 - 物価上昇率」と考えれば、実質金利はマイナスであり、定期預金をしておくと購買力はわずかづつではあるが低下してしまうことになる。ただし、実質金利が大幅なマイナスにならないうちは、敢えて危険を犯してまで株式や債券に投資する必要性を感じないという人も少なくないだろう。この観点からは、預金が急激に減少するとも考えにくい。

（海外に目を転じると）

それでは、預金の低金利で満足できない消費者は、虎の子の資産をどう運用すればよいのであろうか。わが国の株式、債券はあまり魅力的でないようにみえる。ならば海外に目を転じるとどうか。改正外為法が 98 年 4 月から施行され、個人にとって海外への預金や証券投資の自由度が向上する。外貨建て、円建てともに海外預金が自由化され、対外証券投資もこれまでのように指定証券会社を通じなくても自由に取引ができるようになる。さらに、投資家にとっての外為法改正による最大のメリットは、円と外貨との両替手数料の低下が期待できることである。

米国の金利水準はわが国に比べてかなり高い。10 年物国債の利回りは 6 % 台前半、3 ヶ月物の短期国債でも約 5 % の利回りである。消費者物価上昇率は 2 % 台前半で安定しており、名目金利から消費者物価上昇率を引いた実質金利もわが国に比べてかなり高い。また米国の株価の代表的な指標である NY ダウは、この 10 年間で企業収益力の向上等を背景に約 4 倍になった。このような急激な上昇の一部はバブルによるとの指摘もあるが、少なくともこの 10 年間多くの投資家に収益機会を提供してきたことは事実であろう。欧州でも、10 年物国債の利回りは、イギリス 6 % 台、ドイツ、フランス 5 % 台とわが国に比べかなり高い。このように米国や欧州には、わが国の預金や株式、債券とは異なるリスク・リターン特性を持つ金融商品が少なくない。

（アジア等新興経済の魅力とリスク）

しかし、わが国や欧米等の先進国では96年の経済成長率は平均2.3%と高くない。経済の高成長が見込めない中で、企業部門だけが高成長を遂げることは長期的には難しいであろう。経済成長率からみれば世界の成長センターと呼ばれるアジアに注目しないわけにはいかない。アジアの平均経済成長率は、95年の8.2%からは鈍化したものの、96年も7.4%の高成長であった。一方、物価上昇率は95年の9%台から96年には6%台へと着実な低下をみせた。しかし、このことはアジアに投資していれば常に高収益を得られるということを意味しているわけではない。

去る7月、タイバーツは実質的にドルペッグから変動相場制に移行した。米ドルとのリンクを断ち切ったことで、タイバーツは大幅な下落を余儀なくされた。この動きは他の東南アジア通貨にも波及し、フィリピンペソ、インドネシアルピア、マレーシアリングも大幅に下落し、これら各国の株式市場も軒並み下落した。これら東南アジア諸国は自国通貨をドルとリンクさせる通貨政策をとってきた。このことが東南アジアへの過剰投資をもたらし、バブルを発生させた。ところが、95年夏からの2年間にわたる円安ドル高が東南アジア諸国の輸出競争力を奪い、経常収支赤字の拡大を招いた。結局、バブルは崩壊し、海外への資金逃避を招くことになった。今回の通貨危機が、東南アジア諸国の経済成長に及ぼすダメージは決して小さくない。しかし、通貨の動揺が収まり、経済が立ち直る兆しがみえてくれば、逃避した資金も再び戻てこよう。アジアの成長力にはやはり魅力があるのである。アジアへの投資は典型的なハイリスク・ハイリターン型と考えてもよいだろう。

（国際分散投資と投資信託型商品）

一般に海外への投資は、うまくいけば高収益が期待できる反面、国内での投資よりも大きなリスクを伴う。外貨建て資産への投資は為替リスクを伴い、為替リスクの適切な管理を怠れば予想外の損失を招くこともある。また、海外への投資はリスクの判断も難しい。国内での投資に比べて情報が入りにくく、仮に情報が入手できたとしてもわが国とは政治・経済・文化などが異なるため、的確な判断を下すことが難しい。これらのことから、海外への投資では国内投資以上に分散投資の必要性が高いといえよう。リスクを取っても高収益を得ようとする個人の増加（収益性重視の投資行動への変化）や改正外為法の施行によって、今後外貨建て資産への投資は活発化すると考えられる。この流れは円安を促し、外貨建て資産への投資をより有利なものとする可能性もある。「1200兆円の個人金融資産」は、徐々にではあるが、国際分散投資の方向に向かうものと考えられる。一般の個人が国際分散投資をする場合、投資信託型商品（ここでは投資信託の他、変額保険、商品ファンド等を含む）を活用することが効率的であろう。投資信託型商品は、投資家のリスク許容度や目的に応じた自由な商品設計の下で、専門家によるリスク分散されたポートフォリオ投資を可能とする。

（金融機関のサバイバル競争）

金融機関の立場からみるとどうか。これまで預金や一部の保険商品は一定の利回りを保証するものであった。金融機関は行政に守られ、基本的には倒産しなかった。だからこそ消費者は安心して大事な資金を預けることができた。しかし、金融機関の不倒神話は崩れた。金融機関にとって調達と運用のミスマッチは、日産生命の例にみられるように、経営の致命傷となりかねない。金融機関が顧客に対し長期間の固定金利を保証することは難しい時代になりつつある。金融機関が資産運用リスクを回避する方法は大きく2つしかない。一つは、調達と運用を完全にマッチングさせることである（完全なマッチングが不可能であれば、マッチングしていない部分のリスクをカバーする自己資本を必要とする）。もう一つは、預り資産の運用の成果（運用失敗のリスクも含む）を顧客に帰属させるもので、投資信託型商品がこれに該当する。こういった観点からは、投資信託型商品は金融機関が手を出しやすい金融商品ともいえる。

長期的には個人の収益性志向の高まりの受け皿として、投資信託型商品は今後拡大するであろう。しかし、外資系を含む多くの金融機関がこの関連業務に参入しつつあり、今後極めて多くの投資信託型商品が消費者に提供されることになる。この結果、資産運用力、商品開発力、販売力等において独自の強みを発揮できない金融機関は、消費者に振り向いてもらえず、いずれ淘汰されることになるだろう。金融機関は、「1200兆円の個人金融資産」の運用利回り向上に貢献するためにも、厳しい競争を勝ち抜かなければならない。

（研究員 牛窪賢一）