

家計の金融資産選択をめぐる最近の動き

- 決済性預金への傾斜が強まるなか、外貨資産への投資も増加 -

信金中央金庫 総合研究所

主任研究員 間下 聡

目 次

はじめに

1. 家計金融資産に占める有価証券の比率は趨勢的に低下

2. ペイオフ部分解禁で決済性預金が急増する一方、最近では外貨資産も増加

3. 間接金融への過度な依存は金融システムの不安定要因

はじめに

2002 年 4 月にペイオフの部分解禁が実施された。これにより、預金保険の対象預金等のうち、決済性預金である当座預金、普通預金、別段預金以外のものについては、預金者ごとに保護の上限額がそれらを合算して元本 1,000 万円とその利子までとなった。その前後に、部分解禁や 2003 年 4 月から予定されていたペイオフ全面解禁の対策となる金融商品情報や、個人の金融商品選択動向が新聞や雑誌記事を賑わせた。そこで、これまでの家計の金融資産保有動向およびペイオフ部分解禁前後の動きを振り返り、日本の金融システムに対する意味合いを考えてみる。(注)

1. 家計金融資産に占める有価証券の比率は趨勢的に低下

(1) 1989 年度末まで ~ バブル期に向け、株式・出資金、投信の比率上昇
資金循環勘定で 1989 年度末まで、家計金融

資産について種類別構成比の推移をみると(図表 1)、現金・流動性預金と定期性預金等を合計した現預金全体が、家計の金融資産残高全体に占めるウエイトは、おおむね 5 割から 6 割強であった。過去、ウエイトが底をつけた 1962 年度末と 1988 年度末は、株式・出資金と投信のウエイトの天井とほぼ一致している。株式・出資金は時価評価であるため、その価格上昇とともにウエイトが高まり、他の金融資産のウエイトを押し下げていると考えられる。

保険は、長期的契約に基づき継続的に積み上がる保険料により、責任準備金も増加するほか、生命保険会社が運用する、将来家計に支払われる企業年金の支払原資としての運用資産も含まれており、継続的にウエイトが上昇した。

また信託も、企業年金等から受託した年金信託の資産が最終的な受取人である家計の金融資産の一部として含まれていることもあり、継続的にウエイトが上昇した。

公社債の家計金融資産全体に占めるウエー

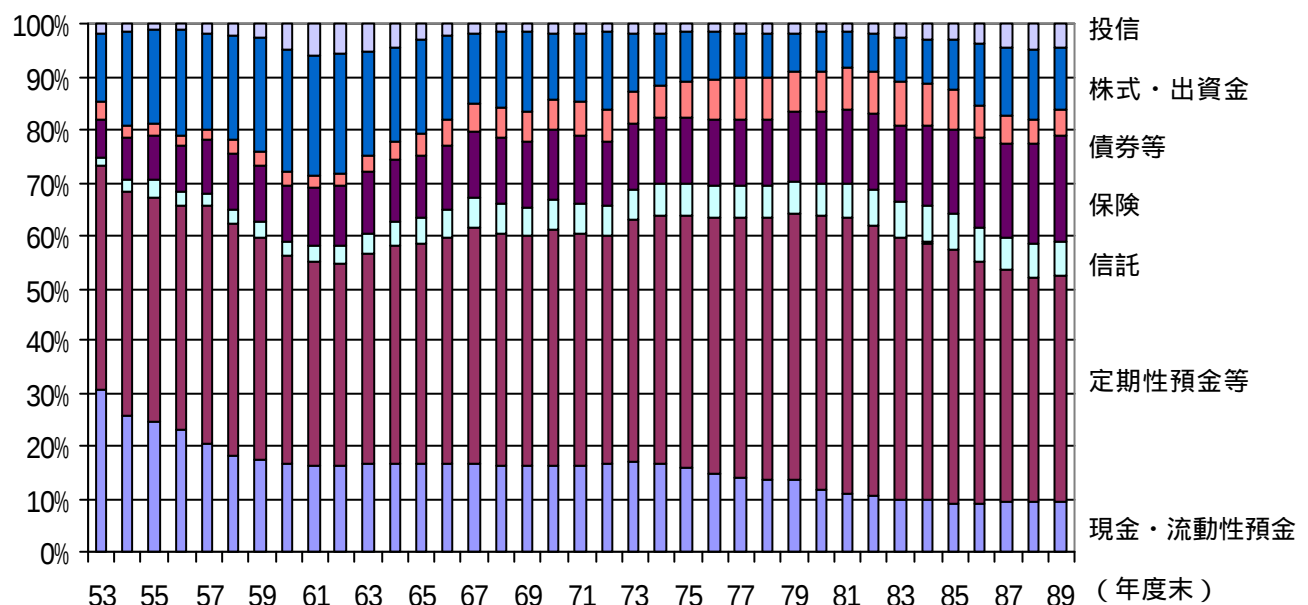
トは、1956 年度末の 1.9%から上昇し、80 年代前半はほぼ 8 %前後で推移した。当初からの金融債保有額の増加、1970 年代後半からの国債大量発行と、それに伴う 5 年割引国債と中期利付国債の発行開始を受けた、家計の国債保有額の急増による。しかし、1980 年代後半は株式・出資金のウエイトの上昇に押される形で、89 年度末の 4.6%まで低下した。

株式・出資金は戦後の証券取引所再開以降の株価上昇に伴い、1960 年度末の 22.9%まで、その家計金融資産に占めるウエイトを上昇させた。その後は証券不況や、金融機関や事業法人間の株式持合いの進展、株主割当額面発

行増資から公募時価発行増資への移行を受けて、株式離れが進んだ。それを受けて、株式・出資金のウエイトも 81 年度末に向けて低下した。しかし、80 年代後半のバブル期の株価上昇により、ウエイトは 88 年度には 2 度目のピークである 13.1%をつけた。

投信のウエイトも、株式のウエイトと同様の動きをみせている。戦後高度成長期の投信ブームにのって、1961 年度末の 6.0%を天井に山を描いた後、68 年度末から 82 年度末まで 2 %未満で推移したが、バブル期の 88 年度末には再び 4.8%まで上昇した。

(図表 1) 家計金融資産残高の種類別構成比 (1989 年度末まで)



- (備考)
- 1 . 流動性預金には当座、普通、貯蓄、通知、別段、納税準備の各預金が含まれる。
 - 2 . 定期性預金等には定期積金、据置貯金、郵便貯金 (通常貯金を含む) のほか、C D と非居住者円預金、外貨預金が含まれるが、外貨預金のウエイトは全期間を通じて 0.0 ~ 0.1 %にとどまっている。
 - 3 . 信託と保険には企業年金等の受託運用資産分が含まれる。
 - 4 . 債券等には F B、国債、地方債、公社公団公庫債、金融債、事業債が含まれる。
 - 5 . 株式・出資金にはここでは上場株式および非上場株式の一部しか含まれない。
 - 6 . 上記統計には、家計の対外証券投資が含まれていない。
 - 7 . 日本銀行資料より信金中央金庫総合研究所作成

(2)1989 年度末以降 ～ バブル崩壊後は現預金のウエイトが上昇

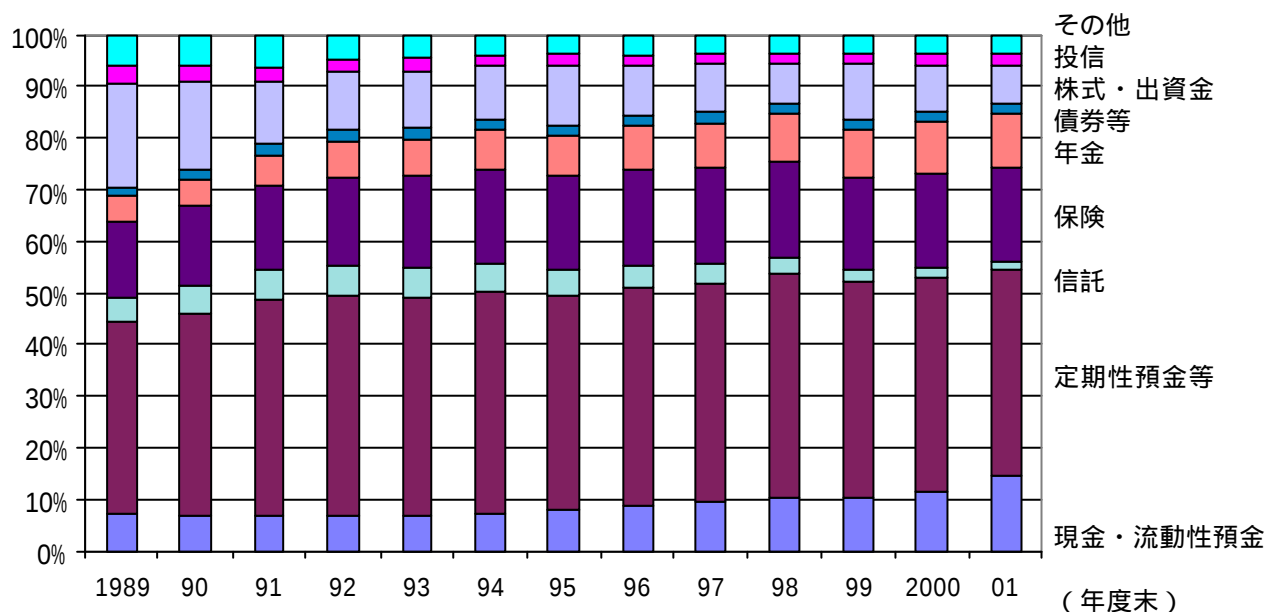
次に、1989 年度末から 2001 年度末までの動向をみる（図表 2）。90 年代以降、現預金のウエイトは上昇している。特に 90 年代後半からは、現金・流動性預金の上昇が顕著である。現金・流動性預金のウエイトは 1993 年度末の 7.0% から、2001 年度末には 2 倍強の 14.5% まで上昇した。その結果、現預金のウエイトも 1989 年度末の 44.3% から 2001 年度末には 54.5% まで上昇した。年金のウエイトも上昇を続けている。

一方、信託（年金運用部分を含まない）株

式・出資金のウエイトは 1989 年度末から低下傾向にある。信託は 1992 年度末の 5.9% から、2001 年度末には 1.6% まで低下した。株式・出資金は 1989 年度末の 20.1% から 2001 年度末には 7.5% まで低下した。保険のウエイトも、1998 年度末の 18.9% をピークに低下に転じた。債券等と投信のウエイトは 90 年代半ば以降、おおむね 2 % 前後の低位で推移している。

以上、長期的にみると、超低金利状況が続いているものの、株価の長期的低迷もあって、90 年代以降の家計の安全性指向は根強いものがある。

（図表 2）家計金融資産残高の種類別構成比（1989 年度末以降）



- （備考）
1. 流動性預金には当座、普通、貯蓄、通知、別段、納税準備の各預金が含まれる。
 2. 定期性預金等には定期預金、定期積金や通常貯金を含む郵便貯金全額などのほか、CD と外貨預金が含まれる。CD と外貨預金合計のみのウエイトは上記期間を通じて 0.1～0.3% に過ぎない。
 3. 保険は積立型保険の責任準備金から掛捨てを除いたもの
 4. 年金には企業年金と国民年金基金等の運用資産相当額と保険会社の個人年金商品の責任準備金が含まれる。
 5. 債券等には、国債、地方債、政府関係機関債、金融債、事業債のほか、抵当証券が含まれる。
 6. 株式・出資金には上場株式と店頭登録株式のほか未公開株式や特殊法人等の出資金が含まれる。
 7. その他には、預け金、企業間・貿易信用、未収金、対外証券投資、金融派生商品などが含まれる。上記期間の対外証券投資単独のウエイトは 0.1～0.6% である。
 8. 家計部門には個人企業が含まれる。
 9. 日本銀行「金融経済統計月報」より信金中央金庫総合研究所作成

２．ペイオフ部分解禁で決済性預金が急増する一方、最近は外貨資産も増加

2002年4月1日のペイオフ部分解禁で、決済性預金（当座、普通、別段の各預金）を除く預金保険対象金融商品の保証上限が、合計で元本1,000万円とその利子となった。以下では、ペイオフ部分解禁前後について、家計の金融取引動向をみることにする。

なお、金融取引とは、金融商品の購入や売却ないし解約による増減分を表す。一方、金融資産残高は、期中の金融取引による増減に加え、保有資産の時価変動分も反映しているため、特に株式・出資金と投資信託受益証券の残高増減額は、金融取引額と大きく異なっ

ている。

また、流動性預金には、上記の決済性預金のほか、貯蓄、通知、納税準備の各預金が含まれているが、大半は決済性預金である。

家計の金融資産は、2001年度に金融取引により9.7兆円増加した（図表3）。そのうち、現金は4.7兆円、預金は9.6兆円の増加、現預金以外は4.5兆円の減少であった。現預金の純増分が全体の純増分を大きく上回り、現預金以外の金融資産の一部が減少した。

ペイオフ部分解禁後の2002年4～12月は、家計の金融取引全体で13.8兆円増加した。そのうち、現預金は16.1兆円増加し、現預金以外は、2.3兆円減少した。

（図表3）家計金融資産の取引・残高

（単位：億円）

	（１）金融取引による増減額		（２）金融資産残高			
	2001年度	2002/4～12(p)	2002/3末	前年比伸び率	2002/12末(p)	前年比伸び率
現金・預金	142,245	160,514	7,656,605	1.9%	7,817,119	1.4%
現金	46,722	38,137	381,554	14.0%	419,691	7.4%
預金	95,523	122,377	7,275,051	1.3%	7,397,428	1.1%
流動性預金	381,269	176,823	1,659,127	29.8%	1,835,950	23.2%
定期性預金	-289,907	-59,269	5,573,108	-4.9%	5,513,839	-4.7%
譲渡性預金(CD)	173	-92	1,146	17.8%	1,054	7.4%
外貨預金	3,988	4,915	41,670	10.6%	46,585	19.3%
信託	-72,163	-36,005	218,127	-24.9%	182,122	-27.7%
保険準備金	10,048	11,584	2,583,163	0.4%	2,594,747	0.4%
年金準備金	12,797	-16,626	1,437,610	0.9%	1,420,984	-0.1%
債券等	-4,913	-29,985	267,730	-2.0%	239,702	-10.0%
国債	23,671	924	123,808	22.1%	126,146	9.9%
地方債	-270	41	12,283	-4.3%	12,449	0.2%
政府関係機関債	-116	-1	5,940	-4.0%	5,963	-1.1%
金融債	-25,765	-30,163	111,365	-19.8%	81,342	-31.9%
事業債	550	277	11,211	2.6%	11,742	4.1%
抵当証券	-2,983	-1,063	3,123	-48.9%	2,060	-51.3%
株式・出資金	5,460	-3,973	1,058,361	-13.9%	863,794	-18.0%
株式	-2,918	-10,022	650,573	-11.6%	518,418	-18.8%
投信	-6,859	12,613	304,345	-10.3%	284,780	-11.4%
対外証券投資	26,554	30,845	83,167	39.4%	114,012	52.1%
その他	-15,856	9,443	442,982	-3.7%	442,901	-3.3%
合計	97,313	138,410	14,052,090	-0.8%	13,960,161	-1.3%

（備考）１．株式は上場株式と店頭登録株式のみ

２．pは速報値

３．日本銀行「金融経済統計月報」より信金中央金庫総合研究所作成

このように、全体としては現預金中心の増加が続いている。

しかし同時期、金融資産以外の資産についてみると、投資用マンションと金地金へ投資する動きが活発化した。ペイオフ解禁が影響していると思われる。

マンションのうち、平均占有面積 30 m²以下の物件を、購入者が別途、賃貸するための投資用マンションと考えると、その販売戸数は 2000 年も 2001 年も前年比で 3 割を超える伸びを示し、2002 年上半期は前年同期比で 5 割近くも伸びた。購入層は、余裕資金のある 40 ~ 50 歳代や、退職金を手にした 60 歳代が多いといわれている。

また、金地金についても、その 2001 年度の輸入量は前年度比 14.9%増加し、特にペイオフ部分解禁直前の 2002 年 1 ~ 3 月は、前年同期比で 5.6 倍となった。円安で金価格が上昇したことに加え、ペイオフ対策としての投資用金ブームも影響していると考えられる。

(1) 現預金内での動き

2001 年度は、現預金全体としては 14.2 兆円の増加となったが、それを上回る金額の定期性預金から流動性預金への移動が起きた。定期性預金は 2000 年度に資金循環勘定、資金循環統計を通じて初めて 6.3 兆円減少したが、2001 年度にはその減少額が 29.0 兆円に達した。一方で、流動性預金の増加額は、過去最高だった 95 年度の 13.9 兆円を上回る 38.1 兆円となった。2001 年度の預金間移動は極めて異例の動きであった。2002 年 4 ~ 12 月も預金は定期性から流動性に移っている。

無論、近年の超低金利で流動性預金、定期性預金の双方の金利低下と同時に、両者の金利差も縮小していくなかで、より流動性預金

のウエイトを高め、将来の金利上昇や株価上昇などの投資機会に備える動きは、上に述べたように 90 年代後半からみられ始めていた。それもまた合理的な貯蓄投資行動といえよう。しかし、多額の定期性預金の取り崩しを伴っている最近の動きは、やはり 2002 年 4 月からのペイオフ部分解禁に備えた動きであったと考えられる。

流動性預金残高の定期性預金残高に対する比率は、77 年度以降ずっと 20%を下回っていた。しかし、2000 年度末には 23 年度ぶりに 20%台を上回る 21.8%となり、さらに 2001 年度末は 57 年度末の 30.6%以来の 29.8%に急上昇した。

外貨預金も額は必ずしも大きくないが、98 年度以来増加を続けており、2001 年度に約 0.4 兆円、2002 年度は 4 ~ 12 月で約 0.5 兆円増加した。

(2) 現預金以外の金融資産の動き

2001 年度の家計の金融取引の中では、信託の 7.2 兆円の減少が目目を引く。後述するように、大半は貸付信託のビッグが減少したことによる。その結果、2001 年度末の信託保有残高は前年度比 24.9%減少の 21.8 兆円となった。2002 年 4 ~ 12 月も 3.6 兆円減少しており、信託の減少傾向は続いている。

保険や年金は長期的には継続的に積み上がっていく傾向があり、2001 年度もそれぞれ、1.0 兆円、1.3 兆円増加した。

債券等については、2001 年度は金融債が 2.6 兆円減少した一方、国債が 2.4 兆円増加している。金融債は近年、マネーロンダリング対策から無記名債が発行されなくなったほか、一部発行体の金融債での調達意欲の低下から、発行残高は減少している。一方、国債

には信用リスクがないとして、ペイオフ対策商品の1つと考えられている。その結果、金融債の保有残高は前年度比19.8%減の11.1兆円に、国債は逆に22.1%増の12.4兆円となっており、表裏の関係となっている。金融債の減少は2002年4～12月も続いている一方、国債の方は4～9月に0.6兆円増加したものの、その後の10～12月には0.5兆円減少し、4～12月としては0.1兆円の増加にとどまった。また、抵当証券の家計保有残高の減少傾向は1990年度末以来続いている。

株式・出資金も金融取引では2001年度に0.5兆円増加したが、時価の変動の影響が大きく、年度末残高の方は17.1兆円(13.9%)減少した。2002年4～12月も金融取引による減少は0.4兆円と大きくはなかったが、時価の下落も手伝って、12月末の残高は前年比18.0%減少した。株式に限ってみると2002年4～12月には金融取引で1.0兆円も減少した。これは10～12月に1.6兆円減少したため、後で述べる株式投資税制の優遇措置導入に伴う、取引制度の複雑化を嫌気した個人投資家の一部が、これを機会に保有株式をすべて売却してしまったことも大きく影響したと考えられる。

投信も2001年度の金融取引は0.7兆円の減少にとどまった。11月のエンロンショックに伴うMMFの元本割れによる減少の影響が大きく、その分を除くと、家計の投資意欲は底堅かったといえよう。2002年4～12月は金融取引で1.3兆円の増加となった。一方、2001年度末の残高は、株式投信を中心とした時価の低下から、3.5兆円(10.3%)減少の30.4兆円となった。

対外証券投資は、2001年度の金融取引による増加額が2.7兆円と大きく、預金以外の金

融資産の中で、国債と並んで増加が目立った。時価変動も考慮した年度末残高は、2.3兆円(39.4%)増の8.3兆円になった。対外証券投資には円建て外債への投資も含まれるものの、大半は外貨建て証券への投資であると考えられる。2002年4～12月には金融取引で3.1兆円も増加し、2001年度よりも加速している。外貨預金の着実な増加ぶり合わせて考えれば、家計は、内外金利差などを享受するため、進んで為替変動リスクを取っているといえよう。

次に、投信、個人年金保険と信託について、最近の家計の取引動向を詳しくみてみたい。

投信の取引額は(図表4)、大手証券系の中国ファンドの全額償還や、エンロンショックによるMMFやその他の公社債投信の元本割れが影響し、2001年7～9月より3四半期連続で減少した。

しかし、MMFと中国ファンド以外の、その他投信(国内株式や外国株式・債券にも投資できる株式投信を含む)に限ってみると、2000年半ばからの株式相場の低迷にもかかわらず、家計の取引額は増加傾向が続いてきた。2001年10～12月と2002年1～3月こそ減少したものの、2001年度全体では16,610億円の増加を示した。2002年4～6月は7,241億円の増加に転じた。投信全体でもMMFが増加になったことから1,107億円増加し、7～9月は10,259億円増となり、10～12月も1,247億円の増加を保っている。

その他投信については、外国債券を組み入れる投信が人気を集めたほか、証券会社や銀行等窓販による株式投信への積立投資の普及などもあり、株式相場の動向にあまり左右されず、安定的に流入する資金が多くなってきていると考えられる。家計の割合が高いと思

われる、銀行等窓販による公募株式投信純資産残高は、株価指数が下落傾向にある中でも、

2001 年 10 月以来、2003 年 4 月まで前月比で増加を続けている。

(図表 4) 家計の投信種類別取引額 (億円)

年・月	投信全体			
		MMF	中国ファンド	その他投信
1999/1～	-9,330	1,729	486	-11,545
4～6	8,948	1,262	2,074	5,612
7～9	-20,862	-1,797	1,050	-20,115
10～12	10,446	2,501	1,698	6,247
2000/1～	26,177	897	1,736	23,544
4～6	25,991	-7,374	15,393	17,972
7～9	19,370	-3,313	8,623	14,060
10～12	16,710	-2,234	6,801	12,143
2001/1～	7,922	1,184	-1,564	8,301
4～6	23,942	2,042	-90	21,990
7～9	-5,809	4,819	-14,480	3,851
10～12	-7,616	-7,733	878	-760
2002/1～	-17,376	-3,702	-5,204	-8,471
4～6	1,107	1,870	-8,004	7,241
7～9	10,259	-633	-3,790	14,682
10～12	1,247(p)	-1,265	-1,788	4,300(p)

- (備考) 1 . その他投信は全体から MMF と中国ファンドの増減を除いて計算
 2 . p は速報値
 3 . 日本銀行「金融経済統計月報」、投資信託協会「投資信託」より作成

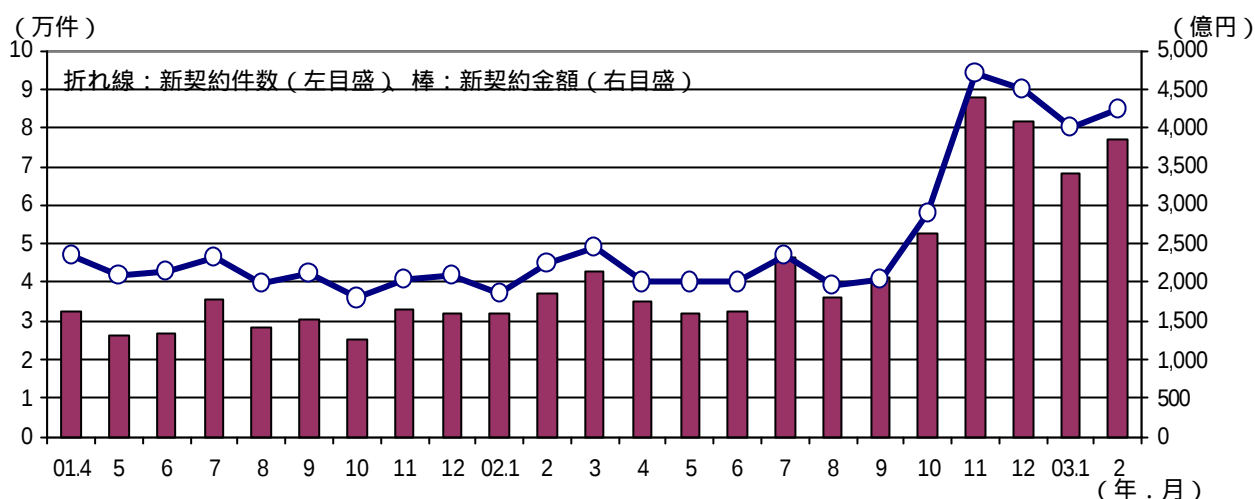
次に、個人年金保険については、最近の新契約の件数や金額の動向をみる。資金循環統計では保険と年金は、長期的に積み上がっていく性格のものであり、家計の短期的な指向の変化が現れにくいからだ。なぜなら、保険は、保有契約について長期契約に基づき継続的に行われる月々の払込みを通じて増えていく、保険会社の負債としての責任準備金の増分を表している。また、年金は、企業年金等の運用資産相当分の増分が金融取引による増分を表している。

近年の個人年金保険の新契約は、例年、決算を控えた年度末と、7 月、11 月に計数が増加する傾向がある (図表 5)。必ずしも、2001

年度末や 2002 年 7 月の販売の盛り上がりが家計のペイオフ対策によるものとはいえない。ただ、2002 年 9 月までは件数は 4 ～ 5 万件で推移してきたが、その間も金額ベースでは増加傾向を示しており、特に 7 ～ 9 月は前年比で 3 割増加した。10 月からの個人年金保険窓販への銀行等の参入に先だって、証券会社が変額個人年金保険の窓販に注力したことも影響している。

さらに 10 月の銀行等の窓販開始以降、新規契約件数、新規契約金額とも急増し、11 月から 2003 年 2 月まで、それまでの約 2 倍の水準で推移している。

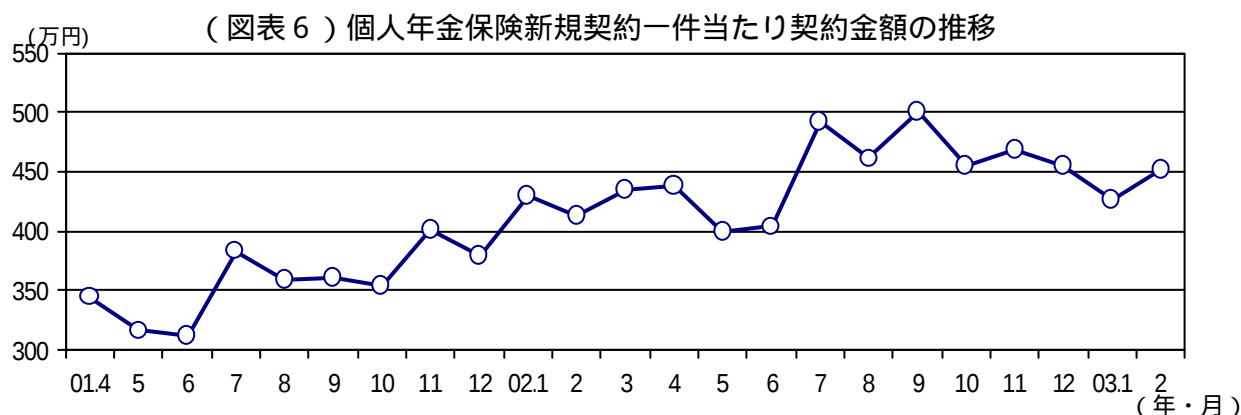
(図表5) 個人年金保険の新契約件数・金額の動き(月次ベース)



- (備考) 1. 新契約金額には転換純増分が含まれる。2002年3月から新契約件数には転換後契約の件数が含まれる。
 2. 2001年4月から9月までは東京生命の分を含まない。
 3. 生命保険協会資料より信金中央金庫総合研究所作成

新契約1件当たりの金額の動きに目を移すと、ここ1年あまり増加傾向にある(図表6)。特に2002年7月に1件当たり金額が前月比で急増したあと、9月まで高止まりしている。これは、比較的証券会社が得意とするといわれる富裕層の顧客が、証券会社の販売活発化もあって、ペイオフ対策も兼ねて、変額年金保険を積極的に購入していたことが背景にあると考えられる。販売チャネルの多様化の効

果もあって、変額年金などの個人年金保険が新たな家計の資産運用手段として認識されたという見方もできよう。ただ、銀行等窓販が始まった10月は、件数の伸び率が金額の伸び率を上回り、1件当たりの金額はやや減少した。なお、最近では株価の下落を受けて、個人年金保険の中でも定額型のウエイトが高まってきている。



(備考) 生命保険協会資料より信金中央金庫総合研究所作成

最後に、家計の信託の減少ぶり、その資金のゆくえについて細かくみることにする。国内主要信託銀行5行について、ここ数年の個人の保有する主な商品の信託元本と預金の残高の増減をみると、保有元本の大きさから、やはりビッグを中心とした貸付信託の減少額が大きい(図表7)。貸付信託は四半期当たり

8,000億円から1兆円規模の減少が近年続いている。その理由は90年代からの利回りの長期低下傾向によるものと考えられる。貸付信託はペイオフ部分解禁の対象となったため、2001年10～12月と2002年1～3月にそれぞれ、通常よりやや多めの1兆円を超える減少となった。

(図表7) 国内主要信託銀行5行の個人資金残高増減額

(単位: 億円)

		個人資金 合計							銀行勘定		
		信託勘定			貸付信託				定期性 預金		
		貸付信託			合同運用金銭信託				その他の 預金		
		ビッグ			ヒット				スーパ-ヒット		
2000/1～3	N.A.	-8,794	-7,900	-6,801	-894	-679	-225	N.A.	N.A.	N.A.	
4～6	N.A.	-9,472	-8,786	-7,570	-686	-545	-215	N.A.	N.A.	N.A.	
7～9	-3,171	-8,001	-7,393	-6,531	-608	-478	-168	4,829	3,772	1,057	
10～12	-2,226	-10,229	-9,472	-8,309	-756	-599	-183	8,003	7,283	720	
2001/1～3	-2,741	-8,151	-7,461	-6,436	-690	-526	-153	5,410	5,341	69	
4～6	-1,556	-8,380	-8,127	-7,033	-254	-524	-148	6,825	5,288	1,537	
7～9	-3,225	-10,732	-9,732	-8,648	-1,000	-599	-127	7,506	7,274	232	
10～12	-3,499	-11,271	-10,251	-8,956	-1,019	-738	-168	7,773	5,334	2,439	
2002/1～3	-6,010	-12,899	-10,875	-9,322	-2,025	-1,825	-258	6,888	890	5,998	
4～6	-536	-10,042	-9,128	-7,902	-913	-696	-133	9,505	6,436	3,069	
7～9	-2,068	-8,673	-8,378	-7,463	-297	-452	-84	6,607	8,486	-1,879	
10～12	-600	-6,957	-6,876	-6,100	-81	-378	-77	6,367	4,653	1,714	
2003/1～3	-1,288	-4,815	-4,842	-4,324	29	-303	-52	3,515	3,734	-219	

(備考) 1. 信託勘定は貸付信託と合同運用金銭信託の合計で信託元本ベース。

2. 日本金融通信社「ニッキン」より信金中央金庫総合研究所作成。

一方、合同運用金銭信託は、個人の保有元本額が貸付信託の1割強なので、減少額も貸付信託のおおむね1割前後にとどまっている。信託銀行による元本保証が無いヒット、スーパ-ヒットを中心に流出が続いている。元本保証の無い金銭信託はもともと預金保険の対象ではなかったが、ペイオフ部分解禁までは他の商品と共に全額保護の対象であった。しかし、部分解禁後は一切保証されなくなるため、2002年1～3月になって、流出額が倍の規模に膨らんだ。

注目すべきは預金の増加である。信託勘定からの流出資金のかなりが、そのまま銀行勘定の定期性預金に流入している。近年、貸付

信託や合同運用金銭信託の予想配当率は、満期が同じ定期預金の利率とあまり変わらず、最近では下回ることもあった。利回りがあまり変わらないなら、1年たたないと買取請求できない貸付信託よりも、より短い満期のももある定期預金がいいという預金者もいよう。もともと信託銀行の資金は、富裕層顧客の余裕資金が多く、ペイオフ部分解禁を前にしても、信託銀行では定期性預金から決済性預金へのシフトはみられなかった。信託銀行と長期に取引している富裕層の顧客は、ペイオフの対象となった定期性預金の預金保護上限額オーバーを、あまり気にしない場合も多いという。定期性預金は、2002年1～3月こ

そ 890 億円まで増加額が細ったものの、4～6月、7～9月とも増加額は回復している。決済性預金を含むその他の預金は、2002 年 1～3 月こそ 5,998 億円も増加したが、他の時期は総じて定期性預金よりも増加額は小さく、7～9 月は減少した。大幅に減少した信託勘定の資金は、そのかなりの部分が、同じ信託銀行の定期性預金にとどまった。2003 年 1～3 月も、信託勘定からの流出と預金への流入の傾向は変わらないが、ともに金額は減少してきた。なかでも、合同運用金銭信託は全体ではわずかながら流入に転じた。

3．間接金融への過度な依存は金融システムの不安定要因

これまでみてきたように、2002 年 4 月からのペイオフ部分解禁を控えて、2001 年度に起きた金融取引の大半は、預金内部での流動性預金への他の預金からのシフトであり、報道等により喧伝されたペイオフ対応での預金から非預金金融商品へのシフトは、それほど活発化しなかった。

しかし、それは、決済性預金の全額保護が継続されたからであり、全預金に例外なくペイオフ解禁が行われた場合、その影響は今回の部分解禁の経験からは、およそ計り知れないものとなったであろう。特に、民間法人と地公体の定期性預金から流動性預金へのシフトは、ほとんど 2002 年 3 月中に起きた。これらの部門は家計に比べて動きが速い。全預金に対するペイオフ解禁が行われれば、今回とは比較にならない規模で、今回、とりあえず決済性預金に滞留した資金が、一部の金融機関へ集中的にシフトしたり、預金外に大量に流出し、金融システムを著しく不安定にする

恐れがある。また、長期的にみれば、定期性預金から決済性預金へのシフトは、金融機関の A L M の観点からは長期固定金利貸付がこれまでより難しくなるため、貸出の抑制要因となるおそれもある。

ペイオフ全面解禁の悪影響を懸念した金融当局は、既存の当座預金や別段預金を含む無利子の決済性預金のみ、全額保護を継続するなどの案を出した。一部預金の全額保護を継続すれば、当面、個々の預金金融機関からの大量の資金流出は、避けることができるであろう。しかし、無利子の普通預金や決済専門預金を慌てて新設しようとすれば、各金融機関のシステム対応上の負担が重く、大手銀行で起きたシステム不良による決済サービスの混乱を再び招くことにもなりかねなかった。結局、政府は、2002 年 10 月にペイオフ全面解禁を 05 年 4 月まで 2 年間延期する方針を打ち出し、12 月に改正預金保険法が成立した（無利子の決済用預金は恒久的に全額保護）。決済性預金への急激な資金シフトや不良債権残高の増大にみられるように、金融システム不安が払拭できない状況からすれば、当然の措置といえよう。

一方で、日本の金融システムのリスク対応の観点からは、貯蓄超過主体である家計の金融資産の半分以上が預貯金に偏在する状況は、間接金融への依存度を高め、現在のように間接金融の機能が低下した場合のリスクが大きくなる。そのような場合に直接金融が機能を十分補完できるように、ある程度、家計が運用リスクを負担する直接金融を強化しておく必要もあるのではないかと。

日本、アメリカ、ドイツの 3 カ国の家計金融資産の構成を比べてみると（図表 8）2001 年末でみて、日本の現預金のウエイトは

54.5%と、アメリカの 11.3%はもとより、ドイツの 34.4%よりも 20 ポイント強高い。一方、債券、株式・出資金、投信はそれぞれ 1.9%、7.4%、2.3%とアメリカやドイツの構成比を大きく下回っている。

興味深いのはドイツである。1991 年末の構成比をみると、債券は 13.7%と大きいものの、株式・出資金 10.4%、投信 4.1%と、日本の 1991 年度末の数字と大差なく、現預金が 45.8%を占めていた。しかし、冷戦終結後の欧州企業の新規上場、新株発行、ベンチャー企業の株式公開ブームや、アメリカで先行した投信ブームの流れを受けて、2001 年末に株式・出資金は 13.2%、投信は 11.7%に上昇した。株式・出資金のウエイトは日本の 2 倍弱、投信のそれは 5 倍強になる。

かつては、日本と同様に銀行中心であったドイツの金融システムだが、グローバルに活動するドイツ企業を中心に、国際証券市場での証券発行による資金調達が拡大するにつれ、

資金循環上の資金の入り口である家計の金融資産も、株式や投信のウエイトが大きくなってきたとみることも可能であろう。銀行が投信販売に注力し出したという供給面の要因もあったようだ。

また、ドイツでは 1925 年以来、有価証券の売買による個人のキャピタルゲインが原則非課税である。保有期間 1 年（1998 年まで 6 カ月）以内での売却や、大口取引などの場合は課税されるが、その場合でも条件に応じて、キャピタルロスキャピタルゲインや他の所得と損益通算できる制度がある。1961 年には、年間課税所得一定額以下の給与所得者を対象に、一定額を限度に預貯金や有価証券への投資に対し、投資額の 20%を連邦政府が助成する財形制度も創設された。有価証券取引税は 1991 年から廃止された。ただ、配当所得については 25%の源泉徴収後に、他の所得と合算して総合課税される。

（図表 8）日本、アメリカ、ドイツの家計金融資産残高とその構成

	1991年末（日本は年度末）			2001年末		
	日本	アメリカ	ドイツ	日本	アメリカ	ドイツ
合計（兆円）	1,062	2,050	340	1,414	4,260	430
現預金	48.7%	17.5%	45.8%	54.5%	11.3%	34.4%
信託	5.8%	3.9%	N.A.	1.8%	2.8%	N.A.
債券	2.1%	10.0%	13.7%	1.9%	7.3%	10.4%
株式・出資金	11.9%	34.8%	10.4%	7.4%	33.8%	13.2%
投信	2.7%	5.8%	4.1%	2.3%	12.7%	11.7%
保険	16.1%	2.6%	18.8%	18.3%	2.7%	24.0%
年金	6.2%	23.4%	6.1%	10.1%	26.8%	5.0%
その他	6.5%	2.0%	1.0%	3.8%	2.5%	1.3%

（備考）日本銀行、F R B、Deutsche Bundesbank 資料より作成

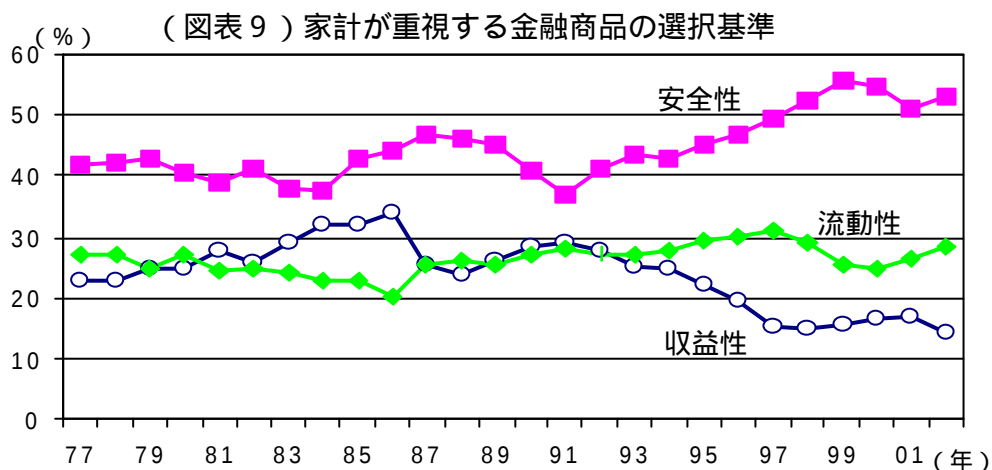
90 年代の家計金融資産における、株式・出資金や投信のウエイト上昇には株価上昇の効果もあった。一方で、制度上の優遇措置が用意されており、そのことが資金の動きを促し

たということも可能であろう。

翻って日本をみれば、家計の金融資産に占める預貯金のウエイトが高いため、預金金融機関が過度のリスクを負担することになり、

その分、バブル崩壊後の不良債権問題と、その日本経済全体への悪影響が一層深刻化したと考えられる。大量の預金を背景に、預金金融機関の優良貸出先への貸出競争が激しい現状では、貸出金利の信用リスクに見合った引き上げも難しくなっている。間接金融が果たしてきた機能が大きい分、その機能低下が日本経済にもたらす悪影響もまた、大きいといえるであろう。前に述べたように、いざというときに、直接金融が十分に機能補完できるようにしておくことが、日本経済にとっても、リスク分散になると考えられる。そう考えるとやはり、アメリカ並みにとはいわないまでも、もう少し家計が自ら運用リスクを負担する投資商品の保有を増やすことが望ましい。

しかし、1990年代以降、家計が金融商品を選択する上で、安全性、流動性を収益性よりも重視する傾向が強まっている。金融広報中央委員会の「家計の金融資産に関する世論調査」によると、金融商品の選択基準として、収益性、安全性、流動性の3つを考えた場合、収益性を重視するとの回答は1986年の34%をピークに低下傾向にあり（図表9）、2002年の調査では14.2%になった。それに対し、安全性を重視するとの回答は、1991年の37%をボトムに上昇傾向に転じ、1999年の55.9%からは低下しているものの、2002年も52.9%と高水準にある。流動性についてはほぼ20%と30%の間を循環してきたが、2000年以降、再び上昇に転じ、2002年は28.3%となった。



- (備考) 1. 収益性は、「利回りが良いから」と「将来の値上がりが期待できるから」の合計。安全性は、「元本が保証されているから」と「取扱金融機関が信用できて安全だから」の合計。流動性は「現金に換えやすいから」と「少額でも預入れや引出しが自由にできるから」の合計。
2. 金融広報中央委員会「家計の金融資産に関する世論調査」より信金中央金庫総合研究所作成

このような家計の、収益性よりも安全性、流動性をより重視する姿勢は、家計が今後保有を増やしたり、始めてみたい金融商品（複数回答）の調査結果にも現れている（図表10）。

預貯金（除く郵便貯金）と郵便貯金（除く簡保）は、他商品に比べて増やしたり、始めてみたい商品として選択された率（以下、被選択率）が高い上に、年々上昇している。他

の金融商品については、個人年金保険を除くと被選択率は1桁である。その中で、積立型保険商品と債券は被選択率が年々上昇しているが、個人年金保険、株式、外貨建金融商品は2001年に被選択率が上昇したものの、2002年は下降に転じている。公社債投信、信託、株式投信は被選択率がもともと低い上に、年々低下している状況だ。

(図表 10) 今後保有を増やしたり、始めてみたい金融商品 (複数回答)

(単位: %)

	2000年	2001年	2002年
預貯金 (除く郵便貯金)	37.8	47.1	49.0
郵便貯金 (除く簡保)	36.9	43.2	43.3
個人年金保険	11.2	13.7	12.2
株式	8.9	9.6	7.8
積立型保険商品	7.6	8.0	8.1
債券	4.1	5.2	5.5
外貨建金融商品	4.4	4.8	4.2
公社債投信	6.1	4.4	2.8
信託	5.0	4.2	3.5
株式投信	4.1	3.0	2.3

(備考) 出所は図表 9 に同じ

ただ、これまでみてきたように、その金額規模はともかくとして、家計は投資用マンションや金、外貨資産への投資を増やした実績がある。また、投信への投資も、MMFと中国ファンド以外は底堅く推移している。個人年金保険も新規契約金額と1件当たり契約金額の上昇に、高所得者層の変額年金保険への投資の活発化がうかがえる。必ずしも家計は、投資リスクを取らないという方針ではなさそうである。

とはいえ、株式については、株価指数連動型投信への積立投資の広がりを除けば、家計の投資意欲は冷え込んでいる。他の投資リスクに比べて株式のリスクが敬遠される理由としてはやはり、株価に対する当面の見通しが明るくないことが大きいであろう。ただ、高いリスクがありながら、他の金融商品に比べて税制上不利であるなど、制度上の問題も背景にある。そこで、政府・与党は、家計の株式への投資マインドを高めるため、株式投資税制の優遇措置の導入を決定した。

まず、配当所得に対する税制が、預金、債券の利子や投信の収益分配金に比べて不利で

ある点が、2003年度の税制改正で修正された。

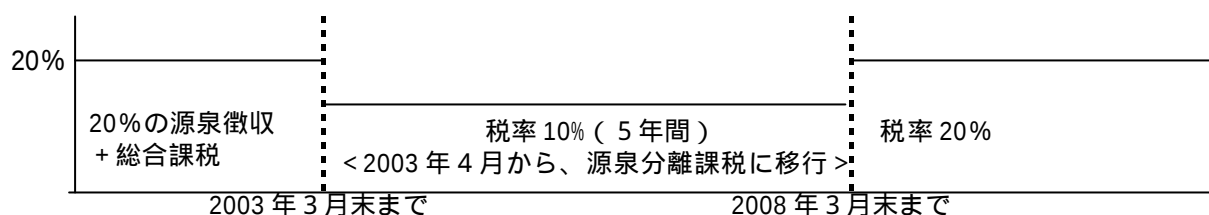
これまで、株式の配当については原則20%の源泉徴収のうえで総合課税され、20%の源泉分離課税で済む預金の利子や投信の収益分配金より不利となっている。少額配当については、20%や35%での源泉分離課税制度もあるが、制度が複雑でわかりにくいという批判があった。

そこで、2003年度税制により、2003年4月からは配当の基本税率を預金利子などと同じ20%に引き下げ、源泉徴収のみで納税が済むようにした上で、2008年3月末までは10%の軽減税率を適用する特例措置が設けられた(図表 11)。また、株式投信の収益分配金についても、2004年1月から2008年3月末まで10%の軽減税率が適用される。この結果、株式配当と株式投信収益分配金は2008年3月末まで、時限的に利子よりも税制上優遇される。

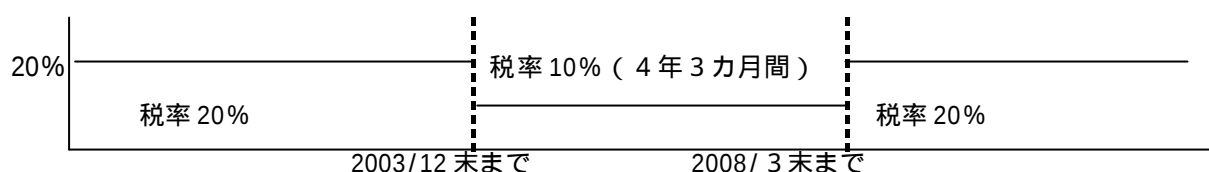
一方、2001年11月に政府が導入を決定した新しい株式譲渡益税制については、2003年1月からの導入を前にして、難解で使いにくいとの批判が強まった。

(図表 11) 与党の 2003 年度税制改正大綱の株式配当課税等の改正の内容

株式配当



株式投信収益分配金（一貫して源泉分離課税）



（備考）新聞報道等より信金中央金庫総合研究所作成

これまで、株式譲渡益課税は投資家の便宜を図るため、申告分離方式のほかに、源泉分離方式（売却代金に1.05%課税）が認められてきた。しかし、2003年1月からはその源泉分離方式が廃止され、申告分離方式に一本化される。そこで、投資家が確定申告なしで済ましたり、申告用の計算資料作成などを証券会社に任せることのできる特定口座制度が新設されることになった。

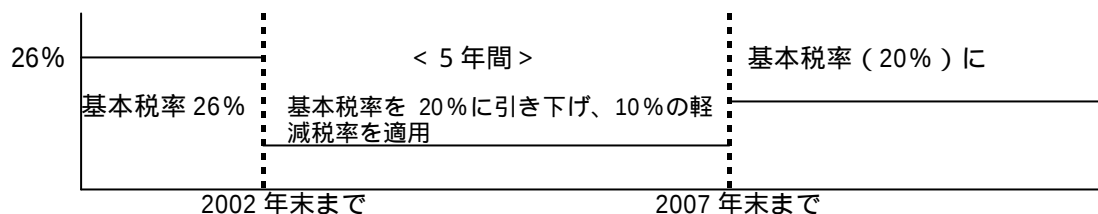
また、従来の源泉分離方式が利用できなくなることで、譲渡益を計算するための取得価格が必要となった。もはや取得価格が確認できない場合もあるため、「みなし取得価格」の制度も用意された。

しかし、これらの制度の利用条件は複雑だ。2003年1月以降、異なる条件で複数の非課税制度や税率軽減制度と3年間の譲渡損失繰り延べ制度がかかわる中で、制度をどのような場合にどう利用でき、その中でどう利用するのが有利なのかが、投資家にわかりにくかった。それを改善するため、特定口座の使い勝手の改善が図られたが、およそ新税制の難解

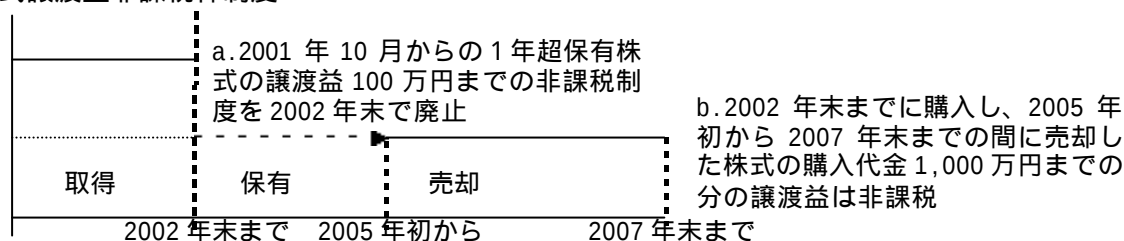
さが解消されるには至っていない。そのため、新税制導入を前にして、保有株をすべて売却してしまう個人投資家も少なくない。それでは、個人の株式保有促進や株式市場の活性化も目指した、株式投資税制改正の意義に反してしまう。

結局、2003年度税制改正により、2003年1月から株式譲渡益にかかわる基本税率を26%から20%に引き上げた上で、2007年末までの5年間は株式の保有期間に関わらず、10%の軽減税率を適用することになった（図表12）。そのかわり、1年超保有株式の譲渡益のうち100万円までを非課税措置とする制度が2002年末で廃止された。これで、株式譲渡益を非課税措置とする制度は2002年末までに購入し、2005年初から2007年末の間に売却した購入代金1000万円までの株式の譲渡益全額に対するものに一本化された。また、2004年初からは株式投信の解約・償還損も、株式譲渡益との相殺が可能になる。

(図表 12) 与党の 2003 年度税制改正大綱の株式譲渡益課税の改正の内容
株式譲渡益への適用税率



株式譲渡益非課税枠制度



(備考) 新聞報道等より信金中央金庫総合研究所作成

株式相場が軟調なうちは、税制の変更のみで投資資金を招き入れることは難しいだろうが、投資環境が好転したときに速やかに資金が流入するように、予め制度を整備しておくことは、ドイツの例をみるように重要であると考えられる。一層の制度改善により、家計による株式保有が促されることを期待したい。

最後に、わが国の家計金融資産の構成が、世帯主の年齢階層から受ける影響について考えてみたい。一般的には、年金生活に入るまでに時間的余裕がある中年層までが株式や投信などリスク商品の保有に適しており、高齢者は安全性や流動性を重視すべきだと考えられる。それゆえ、わが国の家計金融資産が 60 才以上の家計に集中していることが、リスク商品のウェイトが低い一因と思われる。

ところが、世帯主の年齢階層別家計貯蓄額の構成比をみると、2001 年末時点における証券のウェイトは 60 才台が最も高く、年齢が若くなるにつれて低くなっている（図表 13）。

90 年以降の株価の長期低迷で、若年層ほど

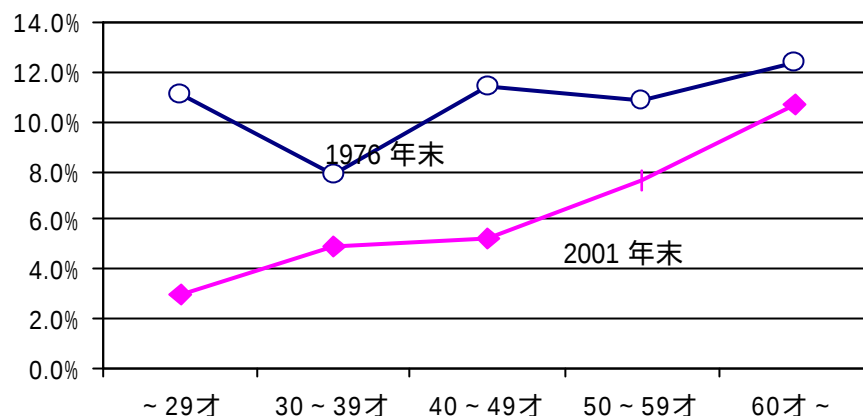
株式離れの動きが広がっていることが主因とみられる。実際、25 年前の 1976 年時点では、年齢階層別で大きな格差はなかった。

現役世代の資金的余裕が乏しいことも、証券のウェイトが小さい一因と考えられる。40 才代までの世帯は 2001 年末の平均貯蓄残高が 1976 年末のほぼ 3 倍となっているのに対して、世帯主が 50 才代、60 才以上は増加率が高い（図表 14）。60 才以上の世帯でみると、76 年末に対する倍率は 4 倍強に達している。60 才以上世帯の他世代に対する貯蓄額の相対的余裕度が高まっている。

同様の傾向は、年齢階層別貯蓄残高の対年間収入比率をみてもうかがえる（図表 15）。29 才以下は 76 年末で貯蓄残高が年間収入の 65.4%、2001 年末で 71.2%と、あまり変わらない。しかし、世帯主の年齢階層の上昇とともに 2 時点間で比率が大きく開き、60 才以上の比率（60 才以上は現役を離れ、年間収入が落ち込むため、ピークである 50 才代の年間収入を用いて計算）は、76 年末の 134.3%に対

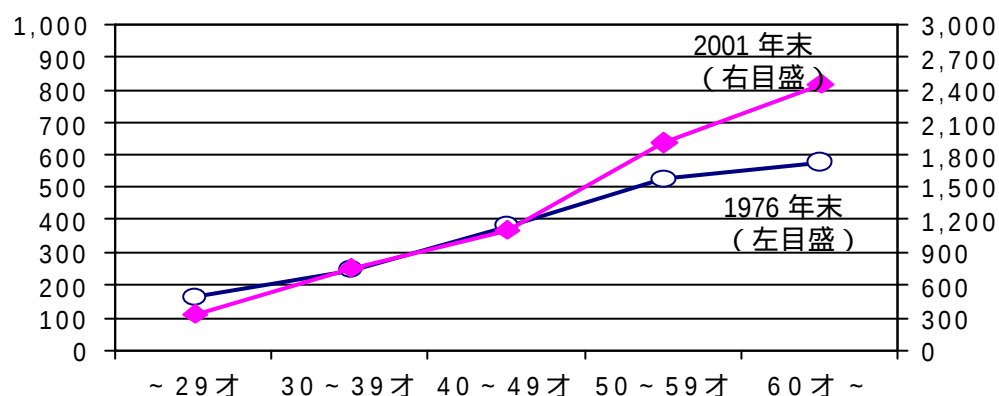
して 2001 年末は 2 倍強の 283.1%となる。

(図表 13) 世帯主年齢階層別平均家計貯蓄に占める株式・債券・投信の割合



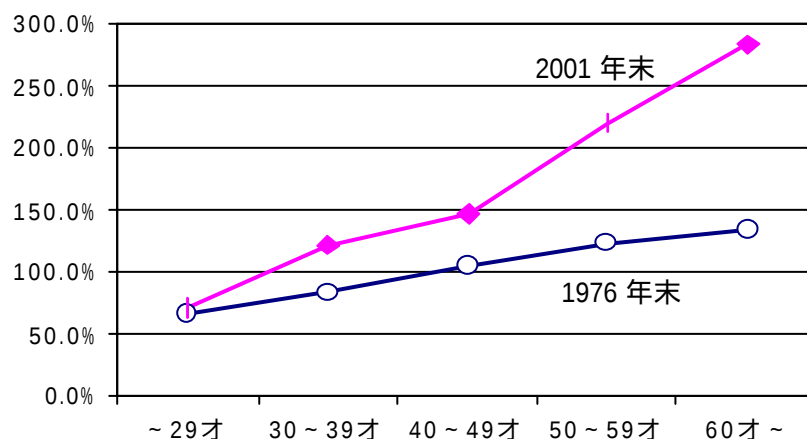
(備考) 1 . 農林漁家世帯を除く
2 . 総務省資料より信金中央金庫総合研究所作成

(図表 14) 世帯主年齢階層別の平均家計貯蓄残高 (単位 : 万円)



(備考) 図表 13 に同じ

(図表 15) 世帯主年齢階層別平均家計貯蓄残高の対年間収入比率



(備考) 1 . 世帯主が 60 才以上の場合は、年間収入は 50 才代のものを使用
2 . 他は図表 15 の備考に同じ

この点、2003 年度の税制改正により、世帯主が 30 才代、40 才代の家計の資金余裕度が改善することが期待される。贈与税と相続税が一体化され、贈与税の非課税枠が 2,500 万円に拡大されることになった。高齢者が余裕資金を持っている場合は、それが相続を待たずに生前贈与の形で、若い世代に前倒しに移転される可能性が高まっている。今後は、生前贈与の増加などを受けて、世帯主が 30 才代、40 才代の家計の投資余力が高まることが期待される。

また、年功序列型賃金制度の変更が進めば、生涯賃金をより若い年代のときに前倒しに受け取るようになる。40 才代をピークに賃金が伸びなくなるとみられることで、そこから引退まで自己責任による運用の必要性が高まろう。加えて、将来の年金財政不安や、平均寿命の長期化で現役引退後の必要資金が拡大する。30 才代、40 才代に、老後の生活に向けた資産形成を促すことになり、これまでよりもハイリスク・ハイリターン資産への長期投資が増えていく可能性がある。

一方、世帯主が 60 才以上の家計の貯蓄残高が到達目標であるとする、76 年末当時よりも 2001 年末のほうが、世帯主が 29 才以下から 40 才代の家計貯蓄の積み上がりが遅れているということになる。当面、市況環境がよくない間は無理だとしても、長期的にはハイリスクだがハイリターンも期待できる株式や外貨建て資産、それらを組み込んだ投信や変額年金保険での運用を増やす局面もでてこよう。

今後、長期的には家計のリスク資産への投資の必要性は増大するとみられ、かつ、制度的には投資を促す条件も揃いつつあるのではないかと考えられる。

以上、わが国の資金循環について家計金融資産の構成を中心にみてきた。日本と同様に間接金融中心だったドイツも変わってきている。金融ビッグ・バンを経て、証券会社も預金金融機関も、金融システムにおける直接金融ルートの拡大という時代の要請にも応えつつ、証券、投信、保険など多様な金融商品を取り扱い、家計に総合金融サービスを提供できる制度的環境が整った。今後は、金融他業態どうしがその垣根を越えて、お互いに切磋琢磨してサービスの質と顧客の利便性の向上に努めていくことが社会的に期待されている。

その意味で残念に思われたのが、2001 年秋に起きたエンロンショックに伴う M M F の元本割れと、それによる M M F、中国ファンドからの大量の資金流出である。実際には、M M F から流出した資金は、もっぱら法人の資金であった。しかし、それでも証券会社にとって有力な低リスク商品であった、これら商品の安全神話の崩壊によって、金融他業態に比べて証券会社の敷居が個人顧客にとって再び高いものになってしまったかもしれないからである。不良債権問題の解決と同様に、健全で活発な資本市場の復活が、金融業界全体に切に望まれている。

（なお、本文中意見にわたる部分は、すべて筆者の個人的見解である）

（注）家計の金融資産の種類別構成については、日本銀行の資金循環統計を用いる。この統計は一部、日銀による推計に基づいているが、継続性、一貫性、他の経済主体との整合性において、最も優れた統計の一つと考えられる。資金循環統計は、1999 年 7 月より、日銀の類似統計である資金循環勘定を改訂する形で新しく導入

された。これにより、日本のGDP計算方法の改訂、IMFによる金融統計の国際標準作成の進展を踏まえ、この統計とそれらとの調整が図られ、新しい金融取引形態の発生、関連統計の入手範囲拡大や、利用者サイドの要望などがこの統計に反映された。1989年度末計数から遡及計算されている。なお、1989年度末までを資金循環勘定でもみることとする。資金循環統計は、計算方法のほか、資産項目が資金循環勘定とは異なっている。具体的には、資金循環勘定では信託と保険に分けて含まれていた、企業年金等の運用資産と個人年金保険等の責任準備金が括り出され、年金という項目が立てられている。また、株式・出資金には、資金循環勘定がカバーしていなかった未公開株式や、特殊法人等への出資金を含んでいる。