

「貯蓄から投資へ」の進展と株価急落の影響

昨秋の株価急落が、順調に進んでいた「貯蓄から投資へ」に水を注したという声を聞くことがある。しかしこれは必ずしも適切な表現ではない。

第1に、キャピタルゲインによる残高の膨らみ分を除いて考えると、そもそも「貯蓄から投資へ」はさほど進んでいなかった。

第2に、株価の急落で家計の投資マインドが一様にしぼんだわけではなかった。個人投資家の株式取引が3ヶ月連続で買い越しとなるなど、むしろ、家計のリスク資産取得マインドが高まる気配もみられる。

1. 実は進んでいない「貯蓄から投資へ」

小泉政権の発足以降、日本政府は「貯蓄から投資へ」を進めるための各種施策を実施してきた。証券投資優遇税制などの直接的な施策だけでなく、預貯金から株・投資信託などへの資金シフトを間接的に促す性格を持つ施策も合わせるとかなりの数に上る。概要は(表1)の通りである。

こうした施策により「貯蓄から投資へ」はどの程度進んだのであろうか。いくつかのデータを元にチェックした。

表1 「貯蓄から投資へ」推進策一覧

実施年月	直/間*	施策	内容
2002年4月	間	ペイオフ部分解禁	預入れ先銀行破綻の場合、定期性預金の払戻保証額を元本1000万円とその利息分までに。
2003年	直	証券投資優遇税制の開始	株式・投信の売買益・配当金・分配金に対する課税率を期限付きで20%・10%に(売買益については07/12月、配当・分配金については08/3月まで)。 *預貯金利子への課税は20%に据え置き。
2004年4月	直	証券仲介業制度の開始	証券会社以外にも証券売買取次ぎ業を解禁(4月～コンビニに解禁、12月～銀行に解禁)。
2005年4月	間	ペイオフ全面解禁	預入れ先銀行破綻の場合、要求払い預金についても払戻保証額を元本1000万円とその利息分までに。
2007年	直	証券投資優遇税制の延長	売買益・配当金・分配金いずれも、課税率10%を1年間延長。
2007年9月	直	金融商品取引法の施行	「貯蓄から投資」に向けての市場機能の確保等を図ることを目指し、証券取引法を改正・拡大したもの。投資者保護法制の構築が4本柱のひとつ。
2008年	直	証券投資優遇税制の修正延長	2009～10年度は、売買益の500万円未満の部分と配当金・分配金100万円未満の部分について、課税率10%を維持(これを超える部分については20%)。

* 直 = 直接的推進策、間 = 間接的に「貯蓄から投資へ」推進効果を持つ施策。

(資料) 政府HPなどから住友信託銀行調査部作成。

(1) 資産残高ベース

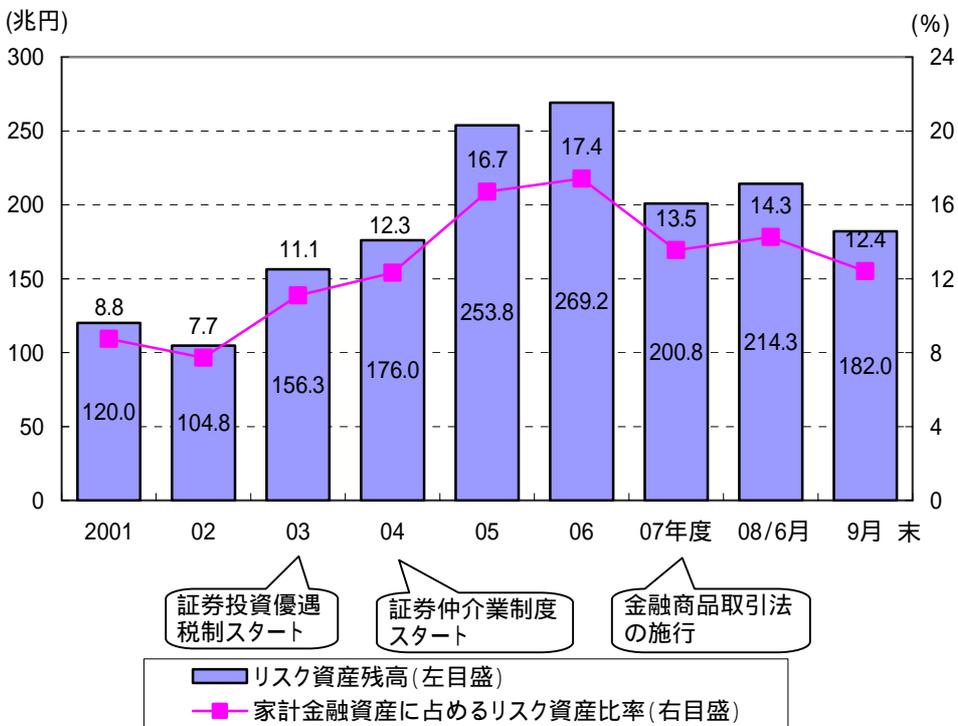
まず、日銀の「資金循環統計」で、家計が保有するリスク性金融資産の残高推移をみると、「貯蓄から投資へ」が打ち出された2001年以降06年度末まで概ね増加が続いた。2007年度以降は減少しているが、2001年度末:120兆円 08年9月末:182兆円と6年半で1.5倍強まで増加している(図1)。

金融資産全体に占める比率も上昇基調で、05、06年度末時点では17%前後と、家計が保有する金融資産全体の1/6以上をリスク性金融資産が占めていた。06年度末をピークに下落に転じたが、08年9月末時点では12.4%と、01年度末(8.8%)より水準が上がっていることは明らかである(図1)。

しかし、株価変動や為替変動によって生ずる評価損益(キャピタルゲイン・ロス)による増減分を取り除くと、リスク性金融資産の残高増加額は28兆円(2001年度末:120兆円 08年9月末:148兆円)に、金融資産全体に占める比率の伸びも1.5%ポイント(同8.8% 10.3%)に留まる(次頁図2)。

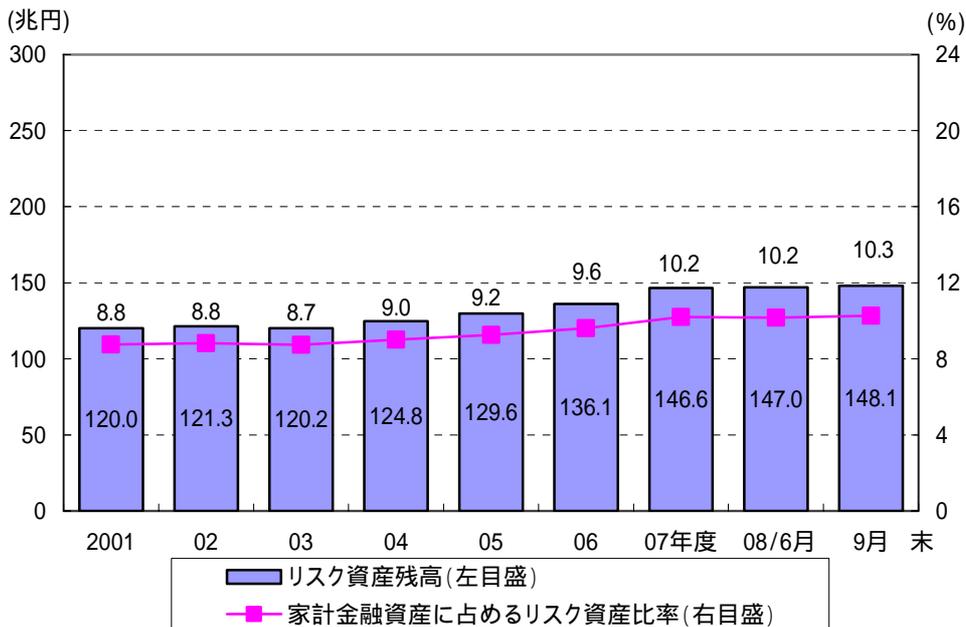
「貯蓄から投資へ」は、投資優遇税制や証券仲介業制度(売買チャネルの拡大)のスタートにより、一見、大きく進んだように見えるが、株価上昇などによる残高の膨張分を取り除いた純粋な取引(売買)ベースでの変化で見れば、その進展は小幅であると言える。

図1 リスク資産残高と金融資産に占める比率



(注) リスク資産 = 株式+投資信託+外貨預金
 (資料) 図1、2、6~9全て 日本銀行「資金循環統計」

図2 リスク資産残高と金融資産に占める比率(評価損益除き)



(注) 2001年度末のリスク資産残高を起点とし、以後は取引(売買)による残高変動のみを加減して算出。

(2) 保有者比率ベース

次に、リスク性金融資産を持っている人の割合がどう変わっているのかをみた。

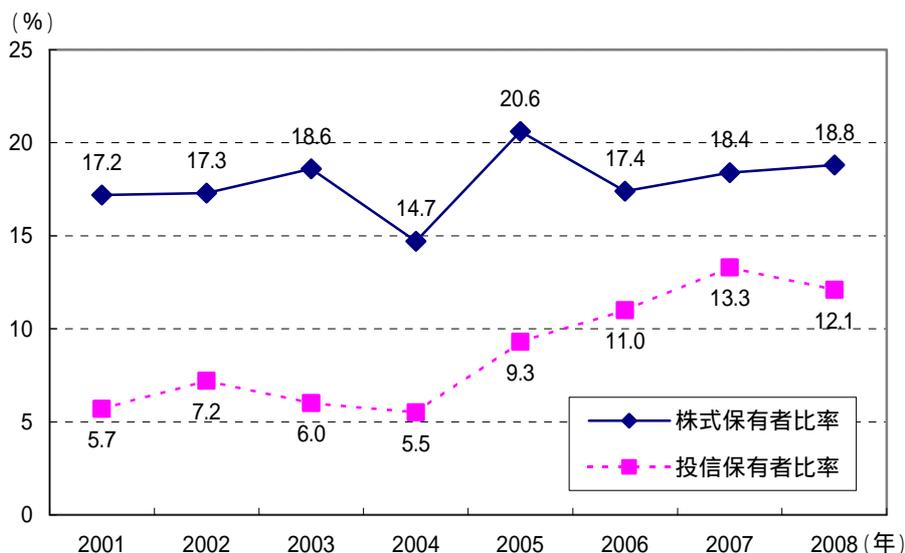
図3は2001年以降の株式・投資信託保有者比率の推移である。株式保有者比率は、7年間の上昇幅がわずか1.6%ポイント(2001年:17.2% 08年:18.8%)であり、一部凹凸はあるが概ね10%台後半レンジ内で推移している。一方、投資信託保有者比率は7年間で2倍以上の水準まで上昇した(同5.7% 12.1%)。

別の統計からも似たような結果が得られている。図4は株式・投信・外貨建て商品・リスク性金融資産¹それぞれの保有者比率を2時点比較したもののだが、株式保有者比率の伸びはわずか1.1%ポイント(2004年:13.5% 07年:14.6%)であるのに対し、投資信託保有者比率の伸びは3.6%ポイント(同6.6% 10.2%)となっている。そして、「リスク性金融資産をいずれか1つでも」保有する人の比率は、3.4%ポイント上昇(同23.1% 26.5%)した。

¹ 株式、投信、外貨建て商品、公社債、金融派生商品。(いずれか1つでも保有していれば「リスク性金融資産保有者」としてカウント。)

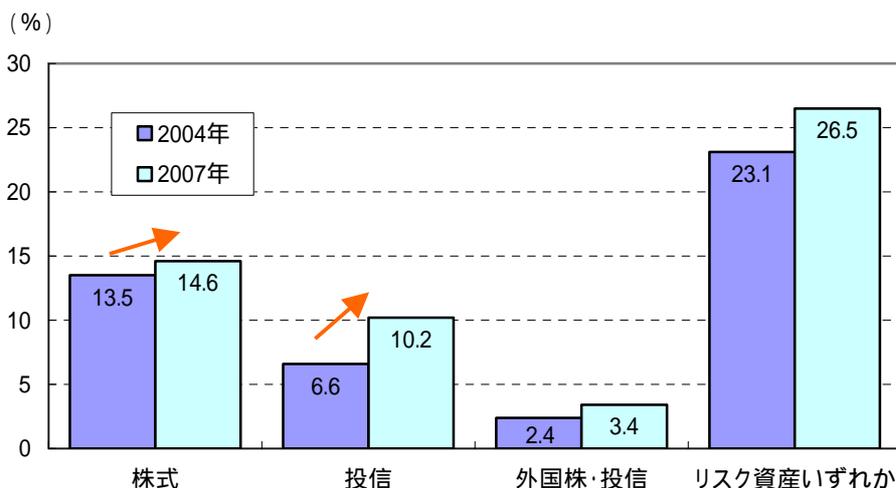
図3、図4のいずれも、ここ数年で投資信託保有者は明らかに増加した一方、株式保有者の増加はわずかであったことを示している。「広く一般への普及が進んだ」といえる水準にはまだ達していないものの、保有者比率ベースでみた場合、「貯蓄から投資へ」の流れは投資信託の貢献で一步前進したと言っただろう。

図3 株式・投資信託保有者比率



(資料) 金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」

図4 リスク性金融資産保有者比率



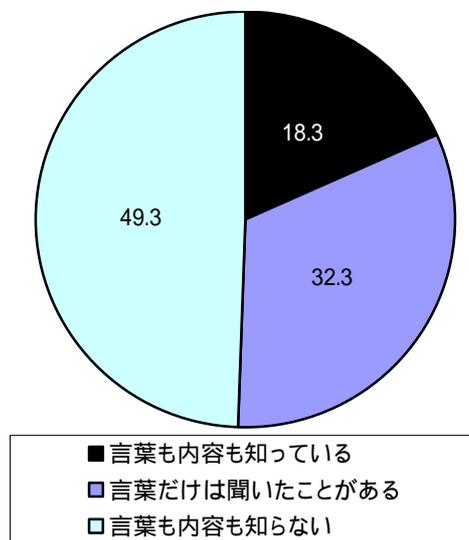
(資料) 内閣府政府広報室「『貯蓄から投資へ』に関する特別世論調査」、
「株式投資に関する特別世論調査」

(3) 認知度ベース

最後に、内閣府のアンケート調査で「貯蓄から投資へ」という言葉が国民にどの程度浸透しているのかをみると、2007年時点で、約半数(49.3%)が言葉も内容も知らず、言葉も内容も知っている人は5人に1人にも満たない(18.3%)という結果であった(図5)。

もちろん、言葉は知らなくても実際の金融行動では株や投信を資産に組み入れているという人もいるのだろうが、政府が「貯蓄から投資へ」の掛け声を掛け続けて6年目としてはいささか寂しい数字であり、国民の認知度ベースでは「貯蓄から投資へ」が進んでいるとは言いがたい。

図5 「貯蓄から投資へ」の認知度(2007年)



* 「あなたは『貯蓄から投資へ』という国の方針をご存知ですか?」という設問に対し、3択で回答。
 (資料)内閣府政府広報室「『貯蓄から投資へ』に関する特別世論調査」

リスク性金融資産の残高の膨らみは、株価上昇による言わば「見せかけ」のもので、純粋な取引ベースでの増加は軽微に留まる、保有者比率は若干アップした(特に投資信託)。言葉の認知度はいまだに低く、国民に浸透しているとはいえない。という上記の結果をトータルで考えると、家計の金融資産選択スタンスは思ったほどリスク資産に傾いてはおらず、相変わらず「収益性より安全性重視」が基本のようである。

政府の旗振りも空しく、この7年間の「貯蓄から投資へ」の進展は限定的で、道半ばどころか道三分といった感が否めない。

2. 明暗分かれた株式と投資信託

家計が保有するリスク性金融資産を、大きく「株式」と「投資信託」に分けてみると両者の動きはかなり異なる。保有者比率の変化に差があることは図3、図4でみたとおりだが、残高と金融資産全体に占める比率の比較によってもそれは明らかである。

家計が保有する株式は、06年度末まで順調に増加し、残高で200兆円、金融資産全体に占める比率で13%に達したが、その後大きく下落し、08年9月末時点では118.4兆円、8.1%と、03年度末の水準まで後戻りしている。それでも、01年度末(85.4兆円、6.2%)との比較では1.3～1.4倍に増えている(図6)。

ところが、2001年以降の株価変動がなかったものとして、評価損益除きでの推移をみると、残高は01年度末:85.4兆円 08年9月末:77.4兆円、金融資産全体に占める比率は同6.2% 5.4%と、6年半の間に金額では8兆円の減少、比率では0.8%ポイントの低下となっている(次頁図7)。

家計が金融資産に組み入れる株式の比率が高まっているように見えたのは、株価上昇による残高膨張効果によるものであり、純粹な取引、すなわち株式売買ベースでみると、「家計の株式離れ」が小幅ながら進んでいるようだ。

図6 株式残高と金融資産に占める比率

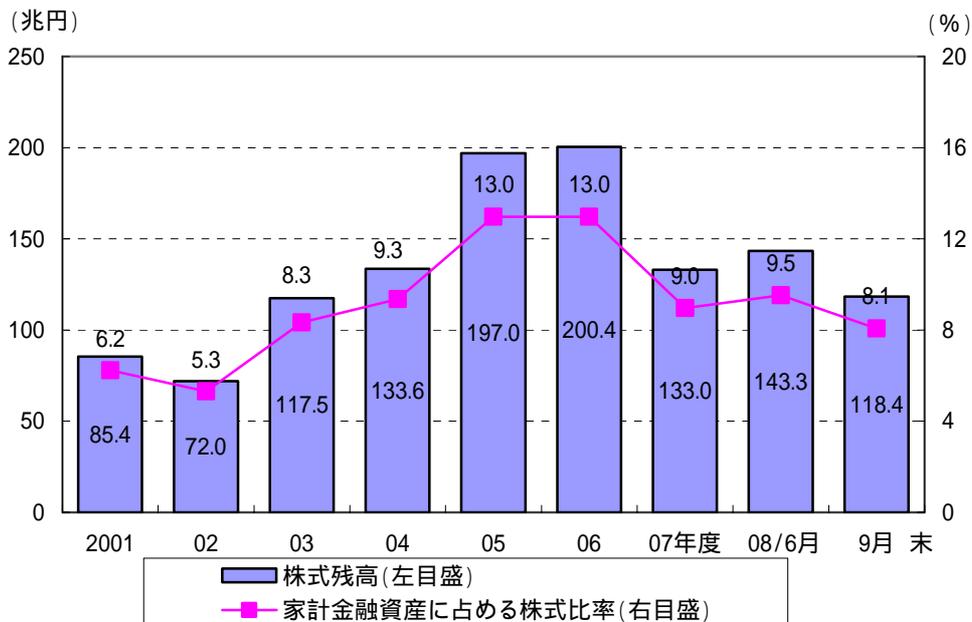
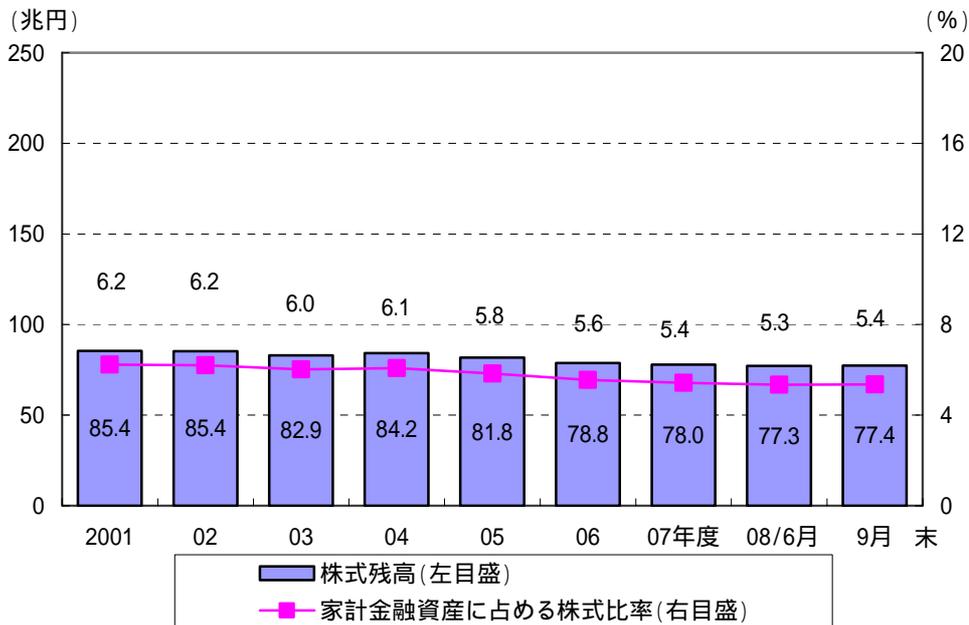


図7 株式残高と金融資産に占める比率(評価損益除き)



(注) 2001年度末の株式残高を起点とし、以後は取引(売買)による残高変動のみを加減して算出。

これに対し、投資信託の残高及び金融資産全体に占める比率は、株式同様に06年度末まで着実に伸びた後、下落ではなく横ばいに転じた。ピークの08年6月末には残高で66.1兆円、金融資産全体に占める比率で4.4%となり、足下08年9月末時点では58.8兆円、4.0%と、01年度末時点(30.4兆円、2.2%)から大きく増加している(次頁図8)。

更に、株式の場合とは異なるのは、評価損益を除いた純粋な取引(売買)ベースでも、残高は01年度末:30.4兆円 08年9月末:65.9兆円、金融資産に占める比率は同 2.2% 4.6%と一貫して伸び続けていることである(次頁図9)。

取引ベースで見ると家計から手放される傾向にある株式とは逆に、投資信託はこの6年半の間に、より家計の資産に取り込まれる存在になってきたといえる。

図8 投信残高と金融資産に占める比率

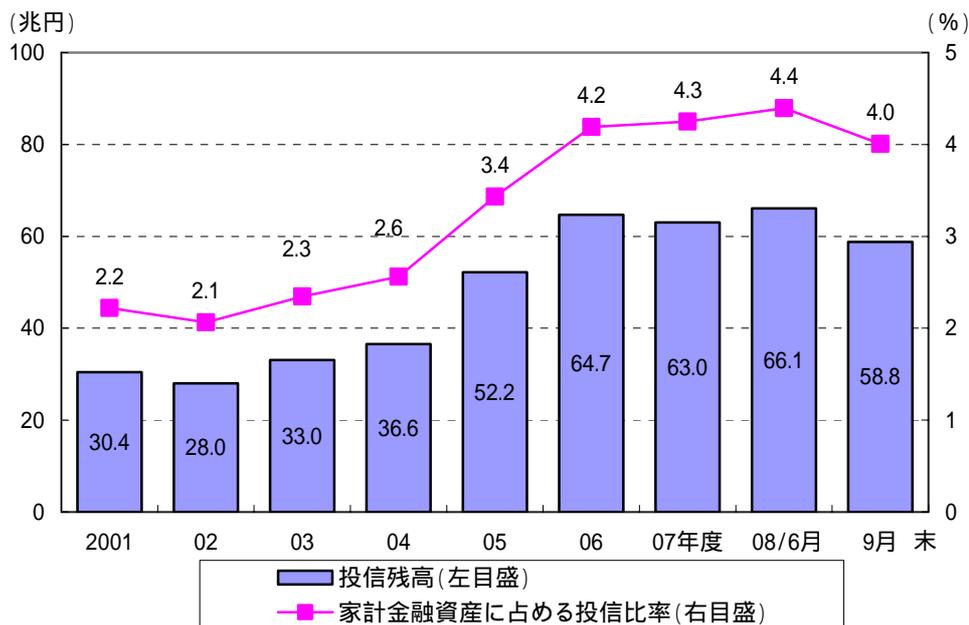
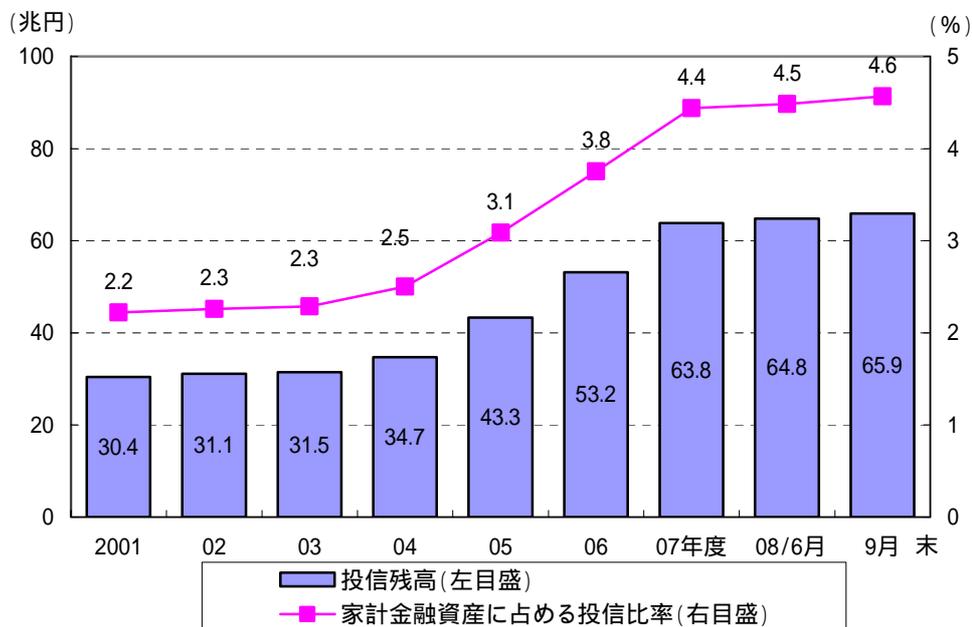


図9 投信残高と金融資産に占める比率(評価損益除き)



(注) 2001年度末の投信残高を起点とし、以後は取引(売買)による残高変動のみを加減して算出。

3. 昨秋の株価急落が転換点となるか？

株式・投信それぞれの残高増減を「評価損益（キャピタルゲイン・ロス）要因」と「取引（売買）要因」に分解すると、両者の動きの違いがより捉えやすいだろう。

家計が保有する株式残高は、長い間、「評価益による増加が、取引ベースでの減少以上に大きく、トータルでは増加」で推移してきたが、08年第3四半期（7～9月期）には、「評価損による大幅な減少を取引ベースでの増加（＝買い越し）が若干緩和する（残高減少を多少食い止めている）」という、今までとは逆の動きになっている。

過去10年ほどの株価急落局面においては、家計部門の株式売買はいずれも売り越しであり²、「評価損による残高減少を取引ベースの増加が緩和する」といった事態は生じていなかった。しかし、今回、家計は、「株価が急落する中での買い越し」というこれまでと異なる動きを見せている。

東京証券取引所のデータで08年12月までの個人投資家（家計）による株式売買金額をチェックすると、9～11月は3ヶ月連続で合計1.5兆円強の買い越し、12月は0.3兆円の売り越しで、株価急落以降の4ヶ月合計では1.2兆円強の買い越しとなっている（次頁図10）。歴史的な株安の中、割安感や高い配当利回りから「買い時」と判断した個人投資家が多かったと考えられる³。

買い越しの原動力のひとつは、投資経験がない人、浅い人の株式市場への参入である⁴。ネット証券16社の08年10月の新規開設口座数は約31万件と前月の2倍以上となった。11月にはやや減少したものの19万件強と08年度前半の1.5倍程度の水準となっている（次頁図11）。

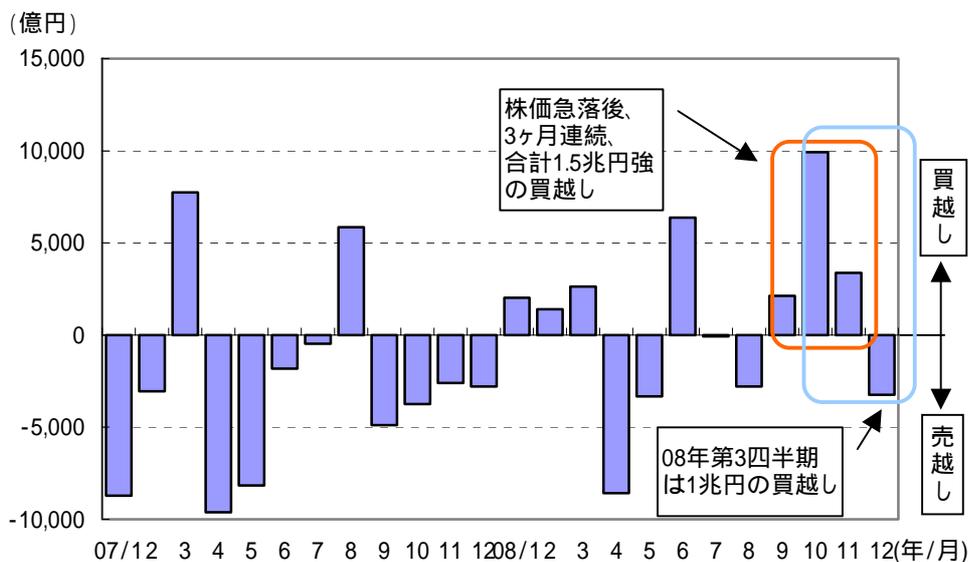
「資金循環統計」の08年第4四半期（10～12月）データは3月の発表を待たねばならないが、図10に示したとおり10～12月の株式売買金額が1兆円の買い越しとなっていることから、株式残高の増減は「評価損による残高減少を取引ベースの増加（＝買い越し）が緩和する」という形が続く可能性が高い。

² 例えば日経平均株価が2万円台から1万6000円まで落ち込んだ2000年第2四半期、1万円を割り込んだ01年第3四半期、8000円を割り込んだ03年第1四半期における家計部門の株式売買は、いずれも売り越しであった。（日銀「資金循環統計」より）

³ 一方で、「相場の変動いかんで元本割れの危険性もある」というリスク性金融資産の性質を再認識した人が多かったことも事実であろう。12月の株式売り越しの一部はこれを反映したものと思われる。

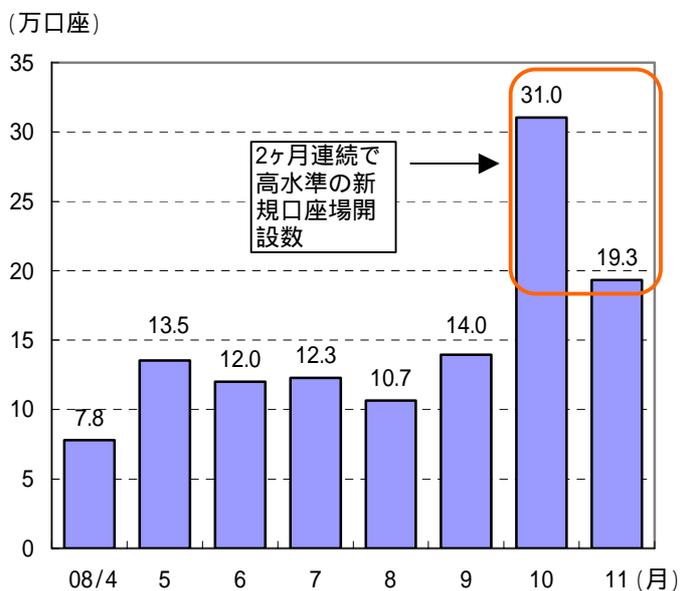
⁴ ただし、口座を開設しただけで、実際の売買に至っていないケースもある。

図10 個人投資家の株式売買金額(買い-売り)



(注) 東証・大証・名証の1部・2部合計。
 (資料) 東京証券取引所「投資部門別売買状況」

図11 ネット証券会社の新規口座開設数

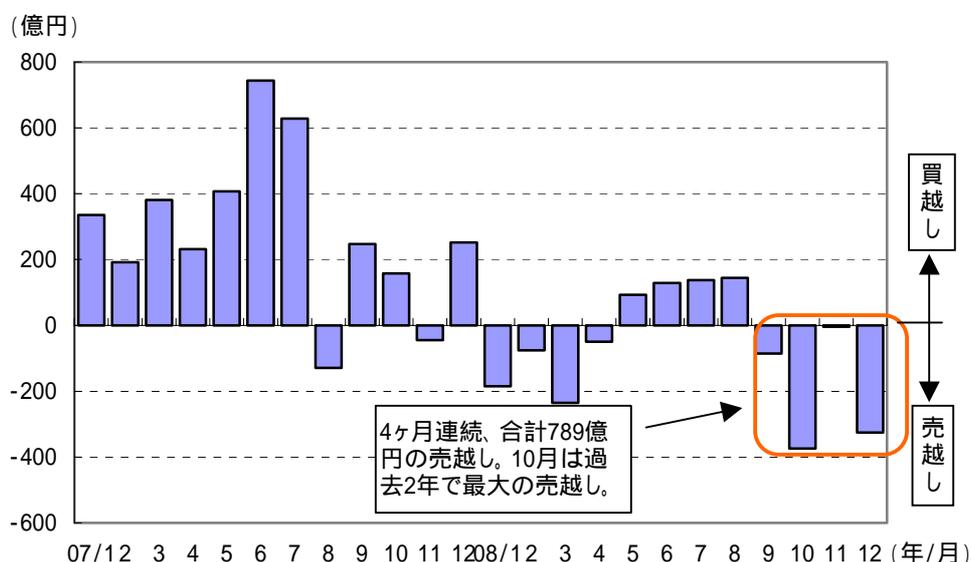


(注1) インターネット取引を扱う証券会社のうち情報開示を希望した16社の集計結果。
 (注2) 法人顧客口座も含まれる。
 (資料) 日本証券業協会「インターネット取引に係わる株式売買等データ」

一方、家計が保有する投資信託の残高については、「評価益による増加と取引ベースでの増加（＝買い越し）が重なってトータルでは大幅な増加」という従来の動きから、08年第3四半期には、「取引ベースでは増加が続いているが、評価損益が（取引ベースのプラスでは補えないほどの）大幅減少に転じ、トータルでは減少」に転じた。

ただし、投資信託の一部であるETF・中期国債ファンド・MMFの個人の売買状況が08年9～12月の4ヶ月連続で売り越しとなっている⁵ことから（図12）、08年第4四半期以降は、「取引ベースでも減少に転じ、評価損による減少と合わせたトータルでは大幅な残高減少」という形になるのではないかと推察される。

図12 個人投資家の投信売買金額(買い-売り)



(注) ETFの「当月の買い-売り」と、中国ファンドとMMFの「今月残高-前月残高」の合計。

(資料) 東京証券取引所「投資部門別売買状況」、投資信託協会「投資信託」

今回の株価急落が「貯蓄から投資へ」に対してプラスに働くのかマイナスに働くのかを、現時点で判断することはできない。ただ、(一時的なものである可能性はあるにせよ)「資産に株式を取り入れてみよう」という家計の投資マインドを呼び覚まし、家計のリスク資産残高の動きを徐々に変えたという意味で、「貯蓄から投資へ」の道のりの中でのひとつの転換点として振り返られることになるのかもしれない。

(青木：aokimi@sumitomotrust.co.jp)

⁵ 売買主体別のデータが取得できるETF、中国ファンド、MMFを合計すると、9～12月合計で800億円弱の売り越し。個人が保有する投資信託のごく一部ではあるが、売買傾向は把握できる。