

### 証券市場へシフトし始めた個人資金

我が国の個人金融資産は 1300 兆円を超えるが、その約 55%は預貯金である<sup>1</sup>。いわゆる安全資産が個人金融資産に占めるシェアが高いことは、国際的にみて我が国の特徴とされ、しかも金融自由化が進展した 90 年代においても、資産配分の比率にはほとんど変化がみられなかった。しかし、最近になって、個人の資金運用がリスク資産、証券市場へシフトし始めたことを示す動向がいくつかみられるようになってきている。本稿では、一連の金融システム改革の影響を受けて変化しつつある個人資金の動向と今後の展望を検討したい。

#### 1. ビッグバンと個人金融資産

##### 1) 投資信託市場の動向

金融ビッグバンの進展と個人金融資産の関係で、まず注目されるのが、最近の投資信託市場の動向である。特に 1998 年以降、投信純資産は順調に増大しつつあり、2000 年 2 月末には投信純資産残高が 58 兆 2,309 億円に達し、ピーク水準であった 1989 年末の 58 兆 6,493 億円に迫る勢いである。

図 1 は、投信市場の中で個人貯蓄向けの主要商品を、MMF（マネー・マネジメント・ファンド）と中期国債ファンドの個人分、長期公社債投信、大口オープンを除く株式投信の 4 タイプと定義して、それぞれの残高の純増減をみたものである。

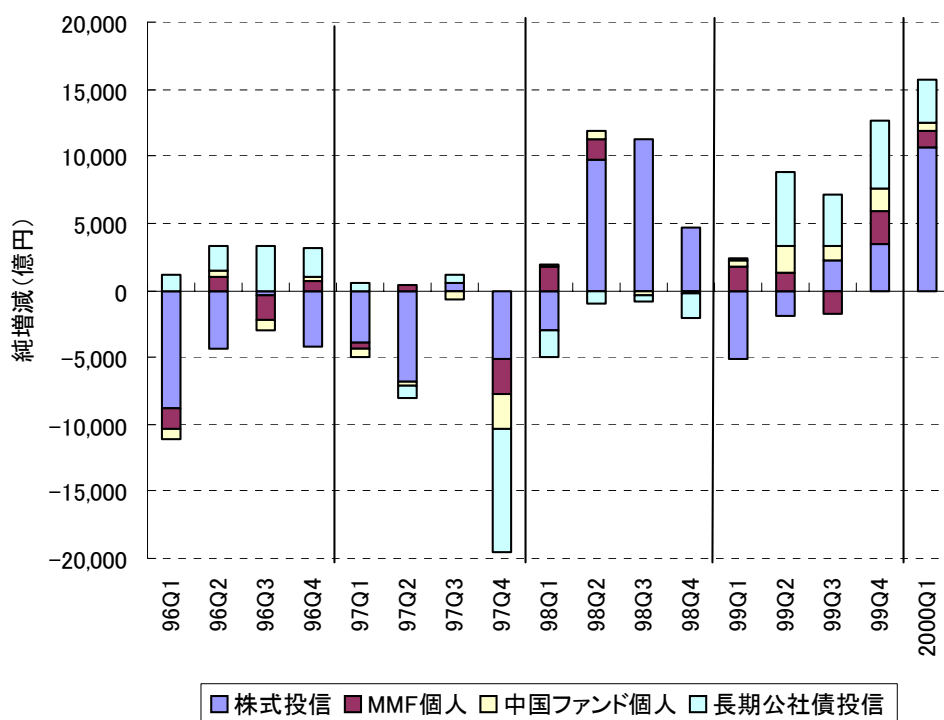
1998 年は、株式投信（大口オープンを除く）が年間で約 2.26 兆円の残高増となった。この時期、差引増減額（期間中の設定額－解約額）のプラス分が、運用増減額でのマイナス分を大幅に上回り、フローでの資金流入が大きかったことが特徴である。1999 年は、株式投信の残高は年間で約 1,350 億円の減少となる中、長期公社債投信が約 1.4 兆円、中国ファンド（個人分）が約 5,000 億円の残高増となり、投信市場全体としては残高増加となった。

四半期毎にみると、直近の 1999 年第 4 四半期と 2000 年第 1 四半期（ただし 1-2 月分のみ）は、4 種類の投信関連商品のすべてが残高増を記録し、トータルではそれぞれ約 1.2 兆円、約 1.5 兆円の大幅な純増を記録している。なかでも、株式投信は、2000 年 2 月に一ヶ月で 1

<sup>1</sup> 日本銀行「資金循環勘定統計」によれば、99 年第 4 四半期末（速報値）の我が国における個人金融資産約 1,365 兆円のうち、現預金は 55.1%（約 752 兆円）、保険が 26.9%（約 368 兆円）、株式 7.2%（約 98 兆円）、投資信託 2.2%（約 29 兆円）、債券 1.9%（約 22 兆円）、その他 7.1%（約 96 兆円）となっている。

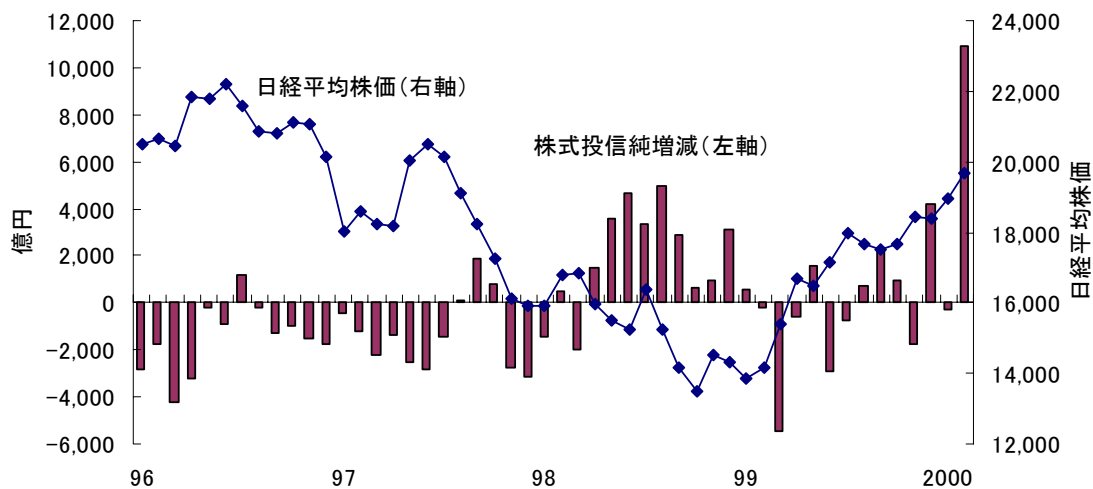
兆円を超える記録的な差引増減額（フロー流入）を示したことが注目される。株式相場の回復や大型ファンドの登場などで、従来株式投信を検討してこなかった個人が参入し始めた可能性が高い。

図1 投信主要商品の残高動向



注：2000年第1四半期は1・2月分のみ  
 (出所) 野村総合研究所

図2 株式投信の残高純増減と株価 (月次)



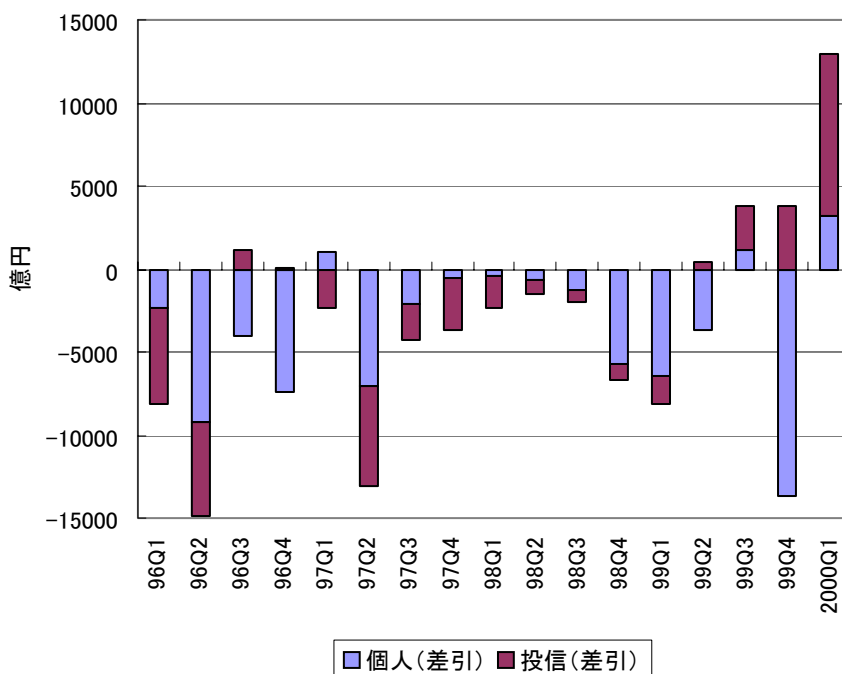
注：株式投信は大口オープンを除いた残高、日経平均株価は月中平均ベース。  
 (出所) 野村総合研究所

## 2) 個人の株式取引の活発化

個人の株式取引も活発化している。1999年度の株式売買代金（東京・大阪・名古屋三市場）に占める個人の比率は全体の約29%に達した模様で、98年度から約13ポイントの上昇となっている。

個人部門の売買代金動向をみても、1997年第2四半期から9四半期連続で売越しが続いていたが、99年第3四半期、2000年第1四半期は買越しとなった。投資信託部門も個人とほぼ同様のトレンドが続いている。個人・投信を合わせた株式市場への資金流入は1999年後半から増大し、2000年第1四半期は両部門で1.2兆円を超える買い越しとなった。

図3 個人・投信部門別株式売買代金（三市場）



(出所) 東証統計月報より野村総合研究所作成

## 3) ビッグバンの個人資金への影響

個人資金が証券市場へシフトしはじめたこと背景として、株価の回復と史上最低水準の金利があることはもちろんであろう。しかし、一方で、金融ビジネスへの新規参入の拡大、業際規制の緩和、99年10月の株式売買委託手数料自由化など、一連の制度改革が功を奏していることも見逃せない。

投資信託を例にとれば、投資委託会社と投資顧問業の併営が認められた1995年頃から、外資系あるいは日本海外の提携による投信会社の設立が相次いだ。また、販売チャネルの

面では、97年12月から銀行店舗を投信会社が間借りする方式での直販が容認されたのに続き、1998年12月からは銀行・生損保による投信窓販が解禁された。リテール営業の強化で収益源の多様化を図りたい各金融機関は、窓販開始以降、一様に投信販売に積極的な取り組みを示しており、短期公社債を主たる投資対象とするMMF（マネー・マネジメント・ファンド）や、外資系資産運用会社と提供している窓販専用ファンド<sup>2</sup>などを中心に、販売実績をあげつつある。2000年3月末現在、銀行等金融機関を通じた投信販売残高のシェアは、MMFで11.4%（残高2兆1,776億円）、投信全体としては8.3%（同4兆5,366億円）まで増加してきた。競合激化を受けて、従来から投資信託を取り扱ってきた証券会社も販売戦略を強化し、いわゆる旗艦商品として国内株式に運用する大型ファンドを投入・育成するようになってきている。金融機関による窓販が導入された98年12月末当時、資産残高2,000億円を超えるファンドは一本も存在しなかったが、2000年2月25日時点で8本のファンドが2,000億円を超えている（表1）。

表1 上位の国内株式型投資信託の資産残高（億円）

ファンド名	運用会社	資産残高
ノムラ日本株戦略ファンド	野村アセットマネジメント投信	10,027
日興ジャパンオープン	日興アセットマネジメント	5,308
フィデリティ・ジャパン・オープン	フィデリティ投信	4,769
アクティブ・ニッポン	大和証券投資信託委託	3,547
ノムラ・ジャパン・オープン	野村アセットマネジメント投信	3,484
デジタル情報通信革命	大和証券投資信託委託	3,274
新世代成長株ファンド	大和証券投資信託委託	2,995
小型ブルーチップオープン	野村アセットマネジメント投信	2,286

(注)2000年2月25日現在の数字。

(出所)モーニングスター社調査

証券業への新規参入の活発化、手数料自由化などを背景に、個人投資家の株式市場への関心も高まりつつある。

1998年12月に証券会社設立が免許制から登録制へ移行する前後から、外資・異業種の証券業への新規参入、あるいは金融機関再編に伴う証券子会社の統合などが活発化している<sup>3</sup>。これらの新規参入組の中には、営業店舗を持たずにファイナンシャル・プランナーを通じた販売に専念するといった、新たなタイプのリテール営業戦略を採用するような会社もでている。さらに、1999年10月に実施された株式売買委託手数料の自由化の結果、リサーチやアドバイスを提供しない代わりに手数料を大幅に割り引くディスカウント・ブローカーが我が国にも登場した。売買代金50万円～100万円以下の比較的小口の取引では、旧手数

<sup>2</sup> さくら銀行・住友銀行が取り扱っている株式投信「ウォーバーグ・ピンカス日本小型株ファンド」（運用はウォーバーグ・ピンカス投信）、富士銀行が取り扱うバランス型ファンド「パスカルGS・グローバル・バランス・オープン」（同ゴールドマン・サックス投信）、あさひ銀行が取り扱う債券型ファンド「宝島グローバル・ボンド」（同ゴールドマン・サックス投信）などが代表例である。

<sup>3</sup> 岩谷賢伸「変革期を迎える我が国証券業界」『資本市場クォーターリー』1999年秋号を参照。

料(11,500円)から一気に8~9割ディスカウントした手数料を設定する業者が現れるなど、個人投資家の株式取引にも低価格化の波が押し寄せている。

また、上記のディスカウントサービスでも活用される、インターネット証券取引の普及の影響も見逃せない。野村証券の『ホームトレード』に代表されるオンライン証券取引サービスは、口座数が2000年2月に60万口座を突破するなど、我が国でも急速に普及しつつあり、個人投資家がリアルタイムの投資情報を入手しながら、手軽に株式売買ができるような環境が広がりつつある。

このように、新規参入、販売チャネルの多様化、大型ファンドの登場などによって、これまで投信や株式を資産運用の対象として意識していなかった層に裾野が拡大していく環境が整った。個人金融資産の多様化、証券市場の活性化を目指した1996年11月の金融ビッグバン宣言の効果が、ここへきてようやく現実のものとなり始めたといえよう。

## 2. 郵貯満期問題の影響と今後の展望

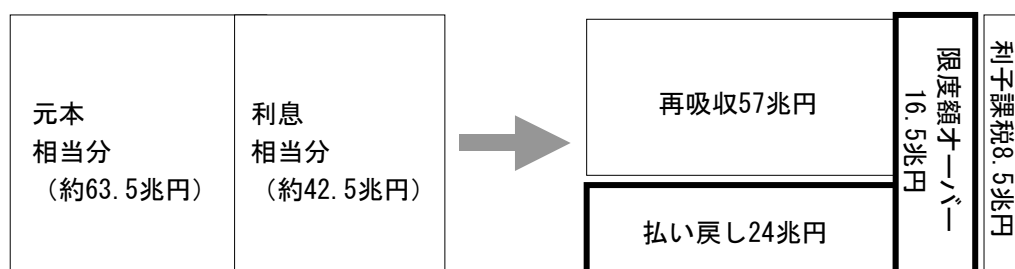
### 1) 郵貯満期資金の行方

個人資金の証券市場へのシフトは、次のような理由から、2000年度に入って一層加速化する可能性がある。

第一に、郵貯定額貯金の集中満期の到来である。1990年度から1991年度の高金利局面に預入が行われた定額貯金約106兆円が、2000年4月から2年間に、集中して満期を迎える。定額貯金に再預入しようとする場合には0.2%の金利が適用されることから、相当部分が他の運用先に流出する、との見方が主流となっている。

実際の流出額については、複数のシナリオが考えられる。郵政省の推計によれば、まず預入期間中に郵貯の元金限度額である1人1000万円をオーバーしてしまった利息相当分(約16.5兆円)と利子課税分として国庫に入る約8.5兆円については、再預入不可能であり確実に流出する。ただし、郵政省では、郵貯顧客層において安全性志向が強いこと、地方における基盤の強さなどを理由として、高い再吸収率を見込む考え方をとり、限度額超過を除いた分の約70%を再吸収額と見込んでいる。このケースでは約24兆円の払戻があり、限度額超過分と合わせ総計約40.5兆円が郵貯以外の金融機関への流出となる。

図 4 定額貯金の流出予想

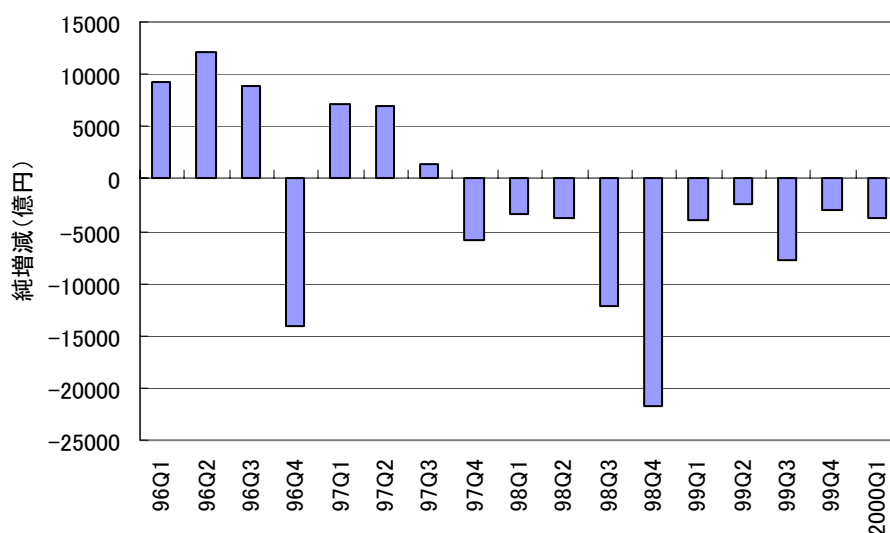


満期資金=106兆円

(出所) 郵政省発表より野村総合研究所

現在のような超低金利下では、単に安全性が高いという理由だけではなく、幅広く資産選択を検討する個人は増えているとみられ、すでにこれまでの郵貯定額の残高動向を見ても、1997年第4四半期からは純減傾向が続いている(図5)。前述のように、個人が証券市場への関心を強めていることを勘案すれば、郵政省シナリオを上回る規模で満期資金が動き出す可能性もあるのではないかと考えられる。また、10年間郵貯に預入れされた資金に差し迫った用途があるとは考えにくい。市場動向などを見ながら、即時にはリスク資産にシフトせず、一定の滞留期間を経て郵貯からいくつかの運用先に配分されることも十分に考えられよう。

図 5 郵貯定額資金の残高増減動向(四半期ベース)

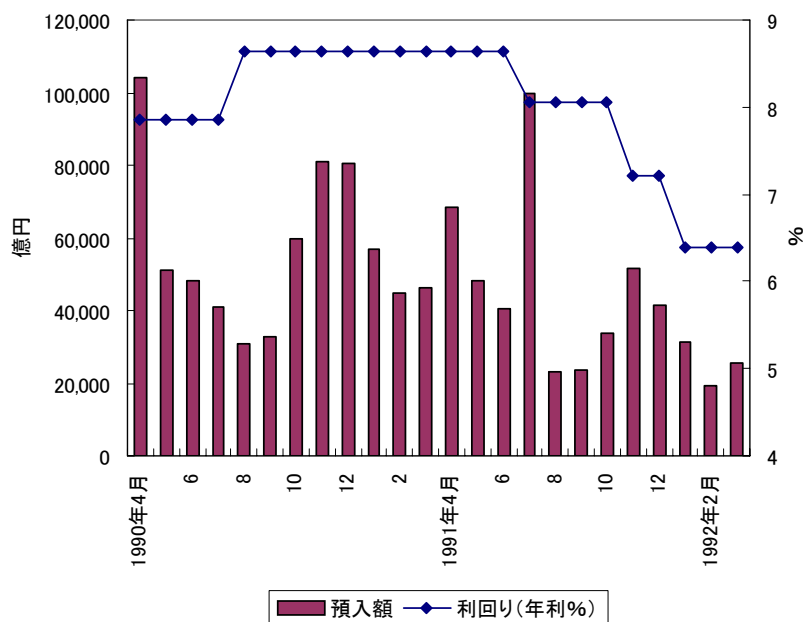


(出所) 郵政省資料より野村総合研究所

満期資金の行方については、2000年4月に償還を迎える資金の動向が注目されている。1990年4月一ヶ月間に設定された定額貯金の元本(10兆4,245億円)が非常に大きいため

で、90～91年度の総預入額の約8.8%に達する。途中解約があり総額が10年満期を迎えるわけではないが、利息分を含めて、おそらく8～9兆円が2000年4月に償還を迎えることになる。この大量資金の動向が、今後を占う第一の試金石となろう<sup>4</sup>。

図6 定額貯金の月別預入額の動向（1990～91年度）



注：利回りは満期まで預入れた場合に適用される利息を満期期間で除した平均年利回り。  
 (出所) 郵政省資料より野村総合研究所作成

## 2) 高齢化と個人の資産運用

第二に、急速に進む高齢化社会への不安と年金制度改革が、個人の資産運用に対する意識を高めていく可能性がある。

### (1) 高齢化の進展と個人金融資産

個人の資産運用との関連で高齢化が注目されるのは、30代～40代のいわゆる資産形成層の人々が、退職後の生活と公的年金制度への不安感から、預金偏重から投資信託や株式といった有価証券へ貯蓄手段をシフトさせる可能性が高いという事実である。

これまでの我が国における個人資産の年齢階層別保有状況を見ると、金融資産が60歳以上の高齢者階層に偏っているのが特徴である。総務庁統計局『貯蓄動向調査』(1998年)によれば、60歳以上の高齢者が、個人貯蓄全体の45.7%を占める一方で、30代、40代の階層は、

<sup>4</sup> すでに報じられているところによれば、2000年4月3日から同10日までに4兆7,633億円の定額貯金が満期を迎えた。このうち、郵貯は定額・定期貯金で2兆5,203億円を再獲得した模様である。これは再預入可能な3兆6,294億円<sup>4</sup>の69.4%に達しており、当初推計とほぼ同様の再獲得率となっている。

それぞれ 8.4%、17.4%を保有しているに過ぎない。これは、35～44 歳の年齢階層が個人金融資産全体の 26.3%を保有する米国の状況と大きく異なっている<sup>5</sup>。

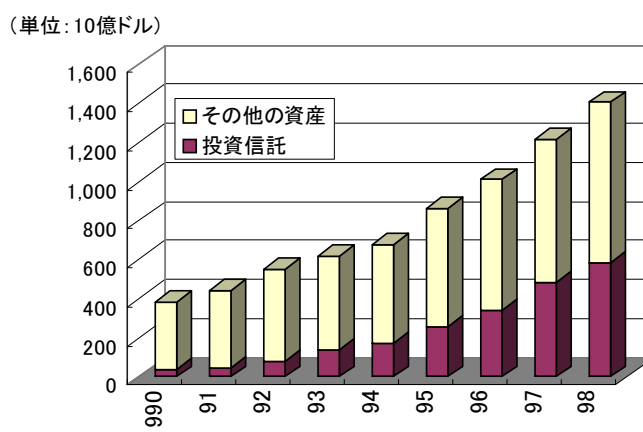
このような相違が生じた理由の一つは、我が国では、多くの職場において年功序列型賃金体系が採用され、働き盛りの層の賃金水準が相対的に低く抑えられてきた上、住宅費や教育費を中心にこの層の支出が多く、金融資産を蓄積する余裕に乏しかったためである。しかし、企業年金・退職金の積立不足、年金給付開始年齢の引き上げなどが話題となる中で、年金と退職金をベースにした貯蓄によって生活を維持するという従来型の老後の生活設計に対する不安感も高まりつつある。30代、40代の働き盛りの世代にとっては、退職後の生活資金確保のために資産運用を積極化することが課題となりつつあり、有価証券投資に対する関心を高めざるを得ない状況にあるとすることができよう。

## (2) 確定拠出型年金はさらなる変化への引き金となるか

2000年3月3日に閣議決定された確定拠出型年金法案では、将来受け取る年金給付額が積立金の運用実績によって運用する新しい企業年金制度を2001年より導入することを予定している（法案の成立見通しについては、4月現在不透明感が強まっている）。

米国の確定拠出型年金である401(k)プランでは、投資信託が主要な運用手段となっており、個人資金の証券市場への流入が増大した、という経緯がある。1980年代には、401(k)プランの運用先としては生保の保証投資契約(Guaranteed Investment Contract ,GIC)や信託銀行の一元勘定などが主流を占め、1990年時点で投資信託を運用商品としていたのは、全体の9.1%(350億ドル)に過ぎなかった。その後、フィデリティを始めとする資産運用会社が、確定拠出型年金市場における投資信託の組み入れに向け尽力したのが奏功し、1998年には、投資信託が41.6%(5,850億ドル)のシェアを占めるまでになっている。

図7 米国401(k)プランの資産内訳



(出所) 米国投資会社協会(Investment Company Institute)資料より野村総合研究所作成

<sup>5</sup> FRB "Survey of Consumer finances"(1998年)を参照。



一方、我が国で現在検討されている確定拠出型年金プランは、企業が掛け金を支払う「企業型」がどの程度普及するか、対象外となる層（主婦・公務員など）の存在、などの課題もあり、個人資金動向への影響を現時点で評価することは難しい。確定拠出型では加入者自身が運用対象を選択することになり、現在の法案では、提供される金融商品は、①流動性がある時価評価ができる、②少なくとも3種類以上の商品を提示する、③そのうちの1つは元本確保型にする、などが要件とされる模様である。将来、確定拠出型年金プランが適用される層が拡大すると、金融商品や利回りに対する個人の関心が従来以上に高まり、米国のように投信や有価証券投資の普及度<sup>6</sup>が高まっていく可能性はあろう。

株式・投信以外にも、外貨預金や国債などによって個人金融資産の多様化ニーズをとりこもうと、各金融機関の販売競争は激化している。こうした動きを背景に、個人資金の証券市場への関心は高まる一方、株価やペイオフ解禁の動向などに反応して、貯蓄・投資商品間の流出入の動きが加速していく可能性もある。制度改革を受けて、金融機関及び市場への影響を強めつつある個人資金の行方が今後とも注目される。

（関 雄太・林 宏美）

---

<sup>6</sup> 1998年貯蓄動向調査によれば、株式投信の保有世帯割合は3.7%、債券投信の保有世帯割合は4.9%にとどまる。米国の家計では、投資信託の普及率が、1980年の5.7%から1998年には44.0%まで上昇している（ICI調査による）。