

ビッグバン後の個人資産運用

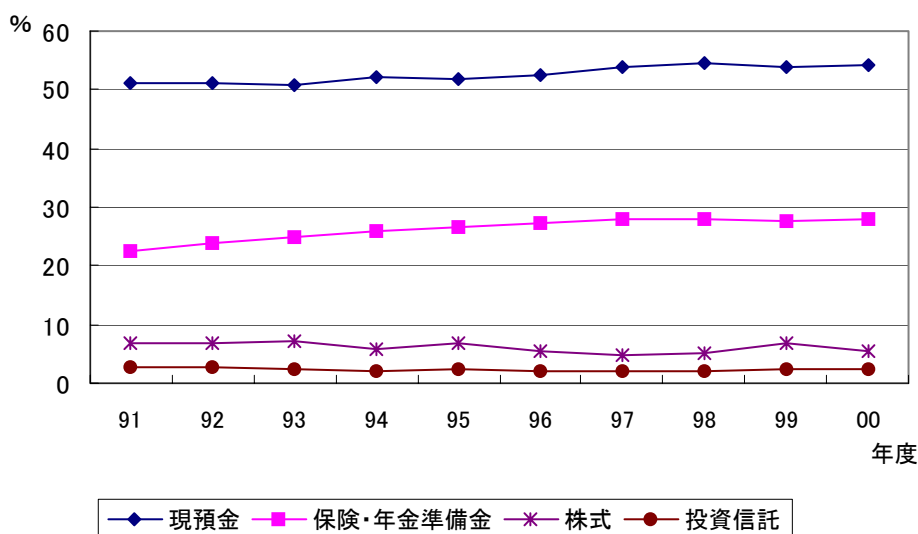
1996年11月にわが国の経済構造を抜本的に改革するための6大改革の一つとして宣言された「日本版ビッグバン」は、「フリー、フェア、グローバル」をスローガンに、金融資本市場の規制緩和、撤廃を行い、金融面から日本経済の活性化を進めようというものである。その最大の狙いは、預貯金に偏したわが国の貯蓄構造を改め、市場を通じた直接金融中心の金融構造をつくり出そうという点にあった。

ビッグバンによる諸政策はほぼ予定通りに進行し、金融サービスの手数料の低下や新しい金融商品、サービスの開発、チャネルの拡大などにつながった。本レポートでは、ビッグバンの完了目標であった2001年3月末を目前に控え、この改革が個人の資産運用にどのような影響をもたらしたのか検証することとする。

1. 変わらない個人のポートフォリオ

わが国では、日銀のゼロ金利政策は2000年8月に解除されたものの、依然として預金金利はほとんど0%という水準にまで低下した状態が続いている。このような異常な低金利にも関わらず、個人資金は預貯金に滞留しており、1990年代を通じて個人金融資産の商品別構成にはほとんど変化がない（図1）。

図1 個人金融資産商品別構成比

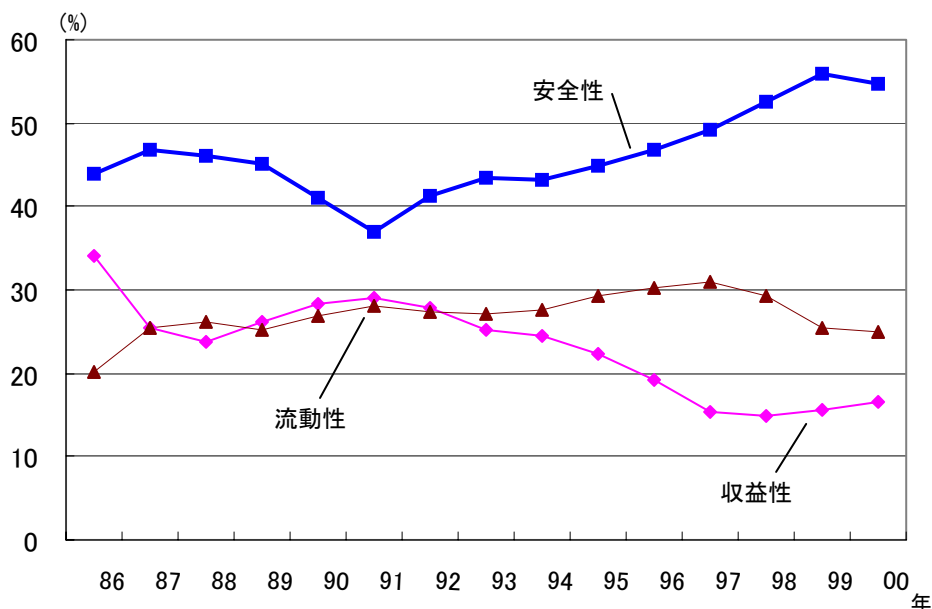


(注) 統計は97年度より形式が変わっている。2000年度は9月末の数値。

(出所) 日本銀行「資金循環勘定」より野村総合研究所作成

日本経済の先行きに対する閉塞感がいまだに解消されず、大手金融機関や大企業の経営破綻が相次いでいることもあって、家計は収益性よりも安全性を重視した金融資産選択を行っている（図2）。

図2 金融商品の選択基準



(出所) 貯蓄広報中央委員会「貯蓄と消費に関する世論調査」

証券広報センターによる「証券貯蓄に関する全国調査」（2000年度）によれば、世帯の株式保有比率は過去10年間、約20%でほぼ横這いである。投資信託の保有率は、91年度調査の15.1%から2000年度調査の8.8%まで低下している。また、株式投資未経験世帯は、「どのような条件が整えば株式の購入を考えるか」という質問に対し、76.3%が「条件に関係なく購入しない」と回答しており、株式投資に対する関心の低さを示している。

このように、経済統計や世論調査を見る限り、ビッグバン開始後も個人の投資行動に目立った変化はみられない。しかし、個人の金融商品選択や購入チャネル等、個別の事象を観察してみると、ここ数年で個人の投資行動や個人を巡る投資環境にはいくつかの変化の胎動が見られる。

2. 株式売買委託手数料自由化とインターネット取引の勃興

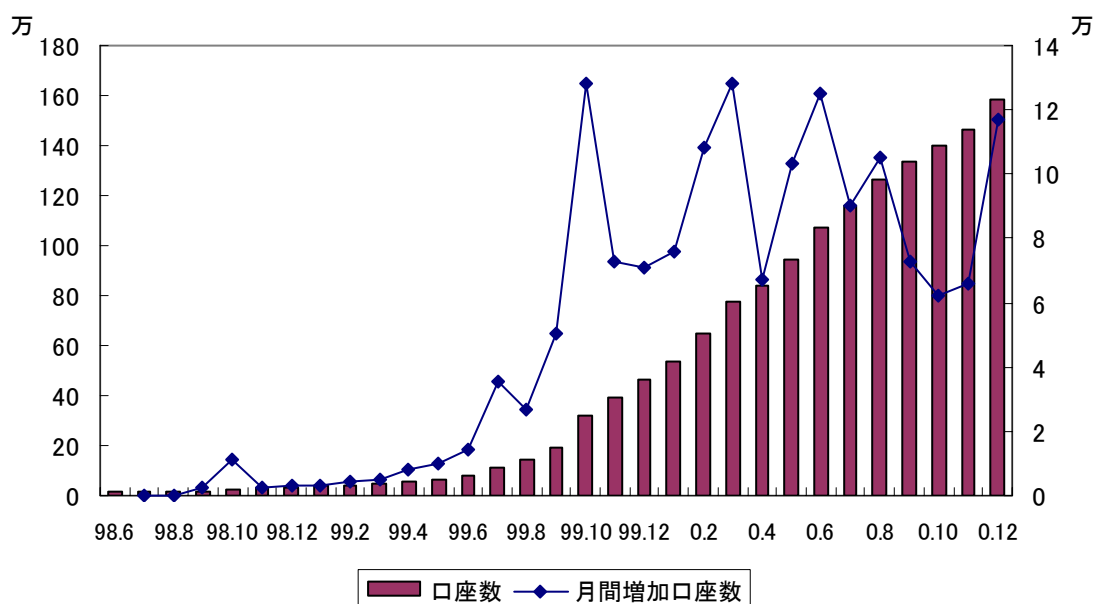
株式売買委託手数料は長い間固定手数料制であったが、98年4月に大口取引について自由化されたのに引き続き、99年10月に完全に自由化された。そして、手数料の完全自由化に合わせるようにインターネットを活用するオンライン専業のディスカウント・ブローカーに転身する証券会社や証券業務への新規参入が相次ぎ、口座数獲得のための手数料引き

下げ競争を繰り広げた¹。例えば、約定代金 100 万円の取引をした場合、固定手数料制の下では 11,500 円の手数料がかかったが、自由化後は 1,000 円以下の手数料で取引できるオンライン・ブローカーも現れている。

フル・サービスを標榜する大手証券会社も、手数料の引き下げを行ったが、ディスカウント・ブローカーほど極端には下げず、投資情報や人手を介したサービスを充実させる方向を志向した。その一方で、インターネット取引サービスの提供にも当初から力を入れ、情報提供や注文処理の合理化を図っている。

この結果、個人投資家によるインターネット取引の利用は急速に進んでいる。オンライン取引口座数は、99 年 10 月の手数料自由化以降本格的に増え始め、ここ数ヶ月ほどは増加の速度がやや鈍ってきてはいるものの、順調に伸び続けている。2000 年末現在、約 160 万口座に達し、手数料自由化当時に比べおよそ 5 倍にもなっている（図 3）。

図 3 オンライン取引口座数と月間増加口座数



(出所) ブルームバーグ資料より野村総合研究所作成

また、日本証券業協会のアンケート調査結果に基づく試算によれば、個人の株式売買代金に占めるオンライン取引の割合は、99 年 10 月には約 3%に過ぎなかったが、2000 年 3 月には約 9%に、そして同年 9 月には約 26%に達している。加えて、2000 年度上半期の個人の株式売買代金合計が、99 年度下半期の実績より 4 割以上減少しているのに対し、オンライン取引の売買代金は同期間の比較でおよそ 1.5 倍になっている（表 1）。

¹ 98 年 12 月の証券業務の免許制から登録制への移行を控え、97 年から免許基準の運用が弾力化されたこともあって、新規参入の証券会社の数が増加した。

表1 個人の株式売買代金に占めるオンライン取引の割合

(単位:百万円)

	オンライン取引			三市場(東京・大阪・名古屋)と店頭市場の個人株式売買代金合計	オンライン取引の占める割合
	現金取引	信用取引	合計		
1999年10月	222,778	-	222,778	8,158,294	2.7%
2000年3月	968,756	196,700	1,165,456	12,367,898	9.4%
2000年9月	856,438	278,324	1,134,762	4,362,757	26.0%
99年10月～2000年3月合計	3,784,991	748,687	4,533,678	67,809,743	6.7%
2000年4月～2000年9月合計	5,499,835	1,437,398	6,937,233	36,977,224	18.8%

注)1. 99年10月のインターネット経由の信用取引金額は不明。

2. 三市場の個人株式売買代金は資本金30億円以上の証券会社の委託注文の合計。

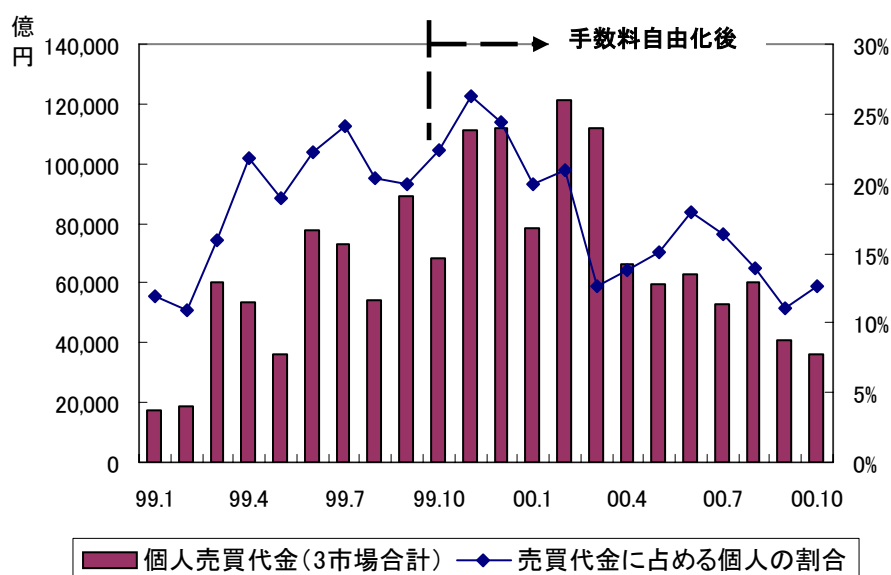
店頭市場は総合証券会社の委託注文の合計。

(出所)東証統計月報、証券業報等より野村総合研究所作成

インターネットを通じたオンライン取引を行う個人投資家の年齢層は30、40代の比較的若い層が中心で、20代にも広がっている。個人の株式取引全体では50、60代が投資家の中心であることを考えると、オンライン取引の導入により、今まで投資経験の少なかった層へも投資家の裾野が広がり始めたと言われている。

もっとも、現時点では、自由化による手数料水準の低下が個人投資家の株式売買を活発にしたとは言えそうにない。株式相場の回復もあり、2000年の3月頃までは個人の売買は活発であったが、相場が低迷すると売買が先細り、3月以降、株式は売り越しが続いている²。また、総売買代金に占める個人の割合も99年11月をピークに低下傾向にある(図4)。

図4 個人投資家の株式売買代金と総売買代金に占める個人の割合



(出所)東京証券取引所「東証統計月報」より野村総合研究所作成

² 2000年12月現在。

個人の株式取引の低迷は、オンライン経由のリテール業務に特化し、しかも売買委託手数料を低く設定しているオンライン専門証券会社の収支改善を遅らせている。2000年末現在、およそ65の証券会社がオンライン取引サービスを提供し、そのうち20社近くがオンライン専門もしくは特化型とすることができる。手数料自由化から1年余りを経過したばかりだが、オンライン専門証券会社の中でも、多くの口座を獲得し、約定件数も比較的多い先頭グループの会社と、第二グループ以下の会社の差は広がりつつある。先頭グループに追いつく、またはその中で生き残るために、オンライン専門会社同士の合併など業界の再編も始まろうとしている。

2000年11月、三和銀行グループが主に出资しているイー・ウイング証券と、伊藤忠商事が中心となって設立した日本オンライン証券が2001年4月を目途に合併することを発表した。続いて同年12月、日興証券の子会社である日興ビーンズ証券と、富士通が日興証券と共同で設立したインターネット・トレーディング証券が2001年3月に、また、ソニーを筆頭株主とするマネックス証券と、大手クレジット・カード会社クレディセゾンの子会社であるセゾン証券が2001年6月を目途にそれぞれ合併することを相次いで発表した。また、IT企業を中心とした新規公開株式のオンライン提供を特色とするウィット・キャピタル証券が、イー・ウイング証券と日本オンライン証券の合併新会社（新社名は「カブドットコム証券」）にオンライン取引業務を移管後、投資銀行業務に経営資源を集中し、同社が引き受けた新規公開株式の販売業務を合併新会社に委託することを旨とする戦略的事業提携に合意したと2001年1月に発表した。各社は合併により、口座数や顧客基盤の拡大、金融商品の品揃えの充実など互いの弱点を補完することを狙いとしている。

3. 投信の銀行等窓口販売解禁の影響

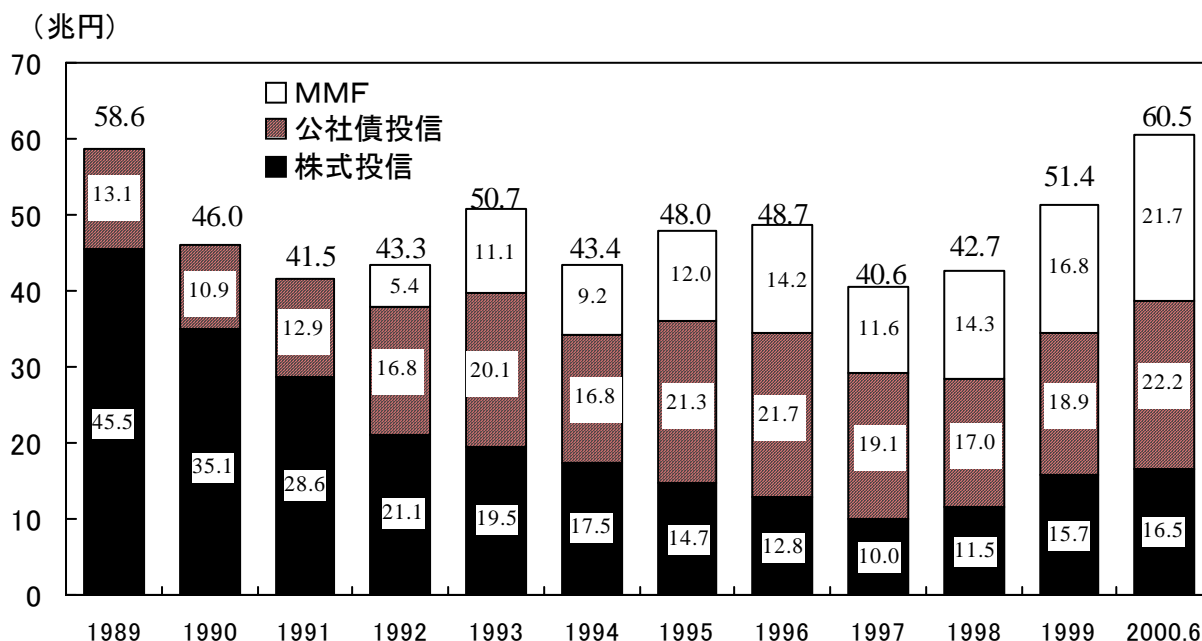
個人金融資産に占める投資信託の割合は、90年代全般を通じて常に2、3%程度の水準で推移し、ビッグバン以降も目立ってその割合は増えていない。しかし、停滞していた残高は99年末頃から増加し始め、2000年9月末の個人の投信保有残高は約34兆円に達している。

法人保有分を含む投資信託全体では、バブル時の89年末に記録した58.6兆円を抜き、2000年6月末に過去最高の60.5兆円を記録したが、その後は株価下落や法人のMMF解約などもあり、年末には50兆円を再び割った。

89年末に45.5兆円とピークを迎えた株式投信（法人保有分含む全体）は、90年代に残高が減り続け、97年末には10兆円まで減少したが、98年以降回復傾向にある（図5）。2000年3月以降、前述のように株式は市場の低迷により個人の売り越しが続いているにもかかわらず、株式投信へは順調に資金が流入している。2000年前半には純資産残高が1兆円を超える超大型のファンドも登場し、市場の関心を集めた。2000年末現在、純資産残高が1,000

億円を超えるファンドはおよそ 20 本ある。

図 5 投資信託の純資産残高

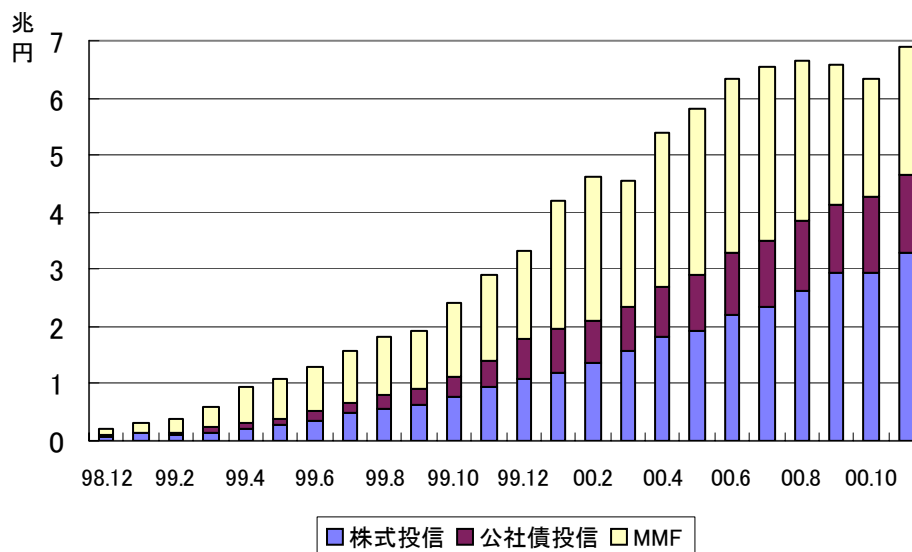


(出所) 投資信託協会「投資信託」より野村総合研究所作成

投資信託の純資産残高がここ数年増加傾向にある背景の 1 つとして、投信販売チャネルの多様化とそれに伴う販売窓口数の増加を挙げることができる。従来、投信の販売チャネルはほぼ証券会社のみに限られていたが、スペースの一部を投信会社に間貸しする方式による銀行での投信販売が 97 年 12 月に解禁されたのに続き、98 年 12 月には銀行等本体による投信の窓口販売が解禁され、銀行等の預金取扱金融機関や保険会社など多くの金融機関で投信が販売されるようになった。投信運用会社もインターネットやコールセンターを活用した直販に力を入れている。これにより、個人投資家が投信を購入できる販売窓口の数は飛躍的に増加した。

銀行等金融機関窓口で販売された投信の残高は、98 年 12 月より順調に増加し、2000 年 6 月には 6 兆円を突破した (図 6)。販売解禁当初は残高に占める MMF の構成比が非常に高く 65% 程度に達したこともあったが、残高が増加するにつれて株式投信の占める割合が高くなり、2000 年 9 月には MMF の割合を上回った。同年 11 月末現在の残高の内訳は、株式投信 47.5%、MMF 32.8%、公社債投信 19.7% となっている。ちなみに証券会社経由で販売された分の残高の内訳は、同年 11 月末で、株式投信 28.6%、MMF 23.4%、公社債投信 48.0% である。

図 6 銀行等の金融機関窓口で販売された投信の純資産残高



(注) 公募投信と私募投信の合計
 (出所) 投資信託協会「投資信託」より野村総合研究所作成

また、販売チャンネル別の純資産残高を見ると、銀行等登録金融機関の割合は、公募投信全体では 10.3%、株式投信では 12.7%（ともに 2000 年 11 月末）と徐々にその比率を高めている。証券投資信託協会が 2000 年に行ったアンケート調査によれば、投資信託を購入したい窓口の第 1 位は「銀行等金融機関の窓口」（31.9%）で、2 位の「証券会社の窓口」（29.2%）を上回った³。販売窓口の多様化によって投資信託が今よりも個人投資家の間に浸透していけば、残高がさらに増加していくことが予想される。

銀行等窓販においても 1 つ注目されるのは、銀行が販売した投信の解約率が投信全体の解約率に比べて低いということである。例えば、99 年 11 月から 2000 年 10 月までの追加型投信の年間解約率は 77%であったのに対し、主に銀行のみが販売する株式投信の解約率は概ね 20%台であった。価格変動リスクを伴う商品の販売に慣れていない銀行等の金融機関が他のファンドへの乗り換えをあまり勧めないといった事情もあるようだが、新しいチャンネルで長期保有を念頭に置いた投信の購入が広がりつつあると言えよう。

4. 郵貯大量満期資金の行方

2000 年 3 月現在、郵便貯金の残高はおよそ 260 兆円（定額貯金 212 兆円、定期貯金 15 兆円、通常貯金 31 兆円など）で、個人金融資産残高の約 2 割に当たるが、そのうち 90、91 年度の高金利時に預けられた定額貯金が 2000 年 4 月から満期を迎え、その総額は元利合計

³ 「通信・インターネット」という回答が 10.9%を占めたのも注目に値する。

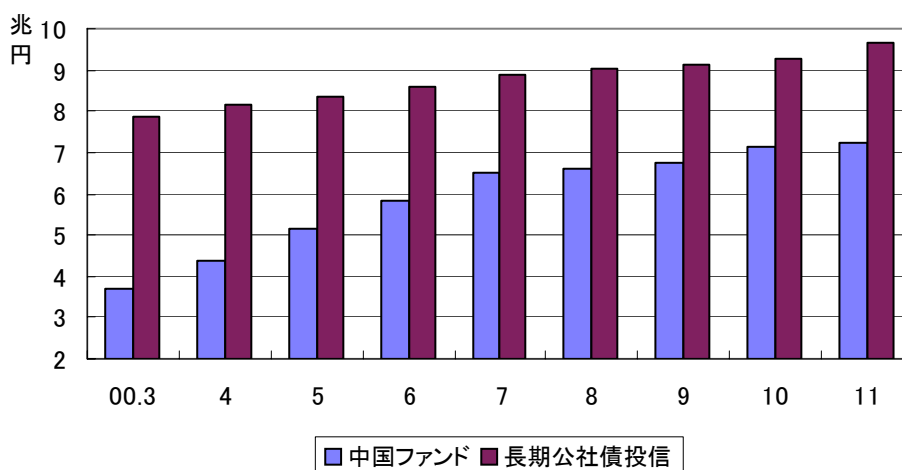
で約 106 兆円に達すると見込まれている。市場ではこれら大量の満期資金がどこに向かうのかが大きな注目を集めた。

郵政省は、郵便貯金の預入れ限度額 1,000 万円を超える部分と、利子課税額を満期払い戻し額から引いた再預入れ可能額の 70%を定額・定期貯金に再吸収することを想定しているが、2000 年 4 月から 12 月までは再預入率 71.8%とこの想定値を上回っている。10 年満期の定額貯金の金利が約 0.2%であることを考えると、大半の個人預入者は元本割れリスクを受け入れながら資金を運用することに対して後ろ向きであり、リスク選好は非常に低いものと判断される。

一方、民間金融機関には合計約 40 兆円の満期資金が流出すると推計されている。これまでのところ、相場の低迷もあり、株式市場には目立った資金の流入は見られない。株式投信に関しても同様である。これに対して、満期資金が多く流れたと見られているのは、元本保証ではないが安全性の高い中期国債ファンドと長期公社債投信である。

2000 年 4 月から 11 月までに、中国ファンドはおよそ 3.5 兆円純増し、11 月末の純資産残高は約 7.2 兆円となった。同時期に、長期公社債投信はおよそ 1.8 兆円純増し、11 月末の純資産残高は、約 9.7 兆円となっている（図 7）。これらの商品に満期資金が流れたのは、安全性の高さに加え、組入れ債券の大部分が 2001 年度から時価評価され、従来の予想分配型から実績分配型へ移行するのに伴い、一部の証券会社が過去の含み益を用いて相対的に高い利回りを提示しているからである。

図 7 中期国債ファンドと長期公社債投信の純資産残高



(出所) 投資信託協会「投資信託」より野村総合研究所作成

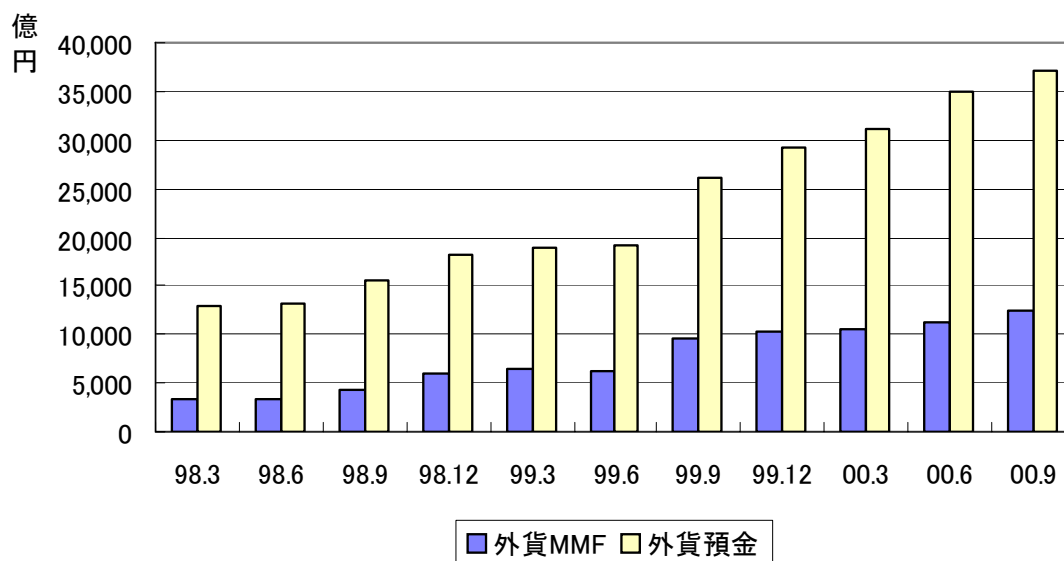
これら 2 つの商品以外に郵便貯金の大量満期資金の受け皿になっていると言われるのが国債である。なかでも、満期期間の比較的短い 2 年物利付国債や 3 年物割引国債が人気を集めている。国債に人気が集まる理由としては、安全性が高く、しかも最近発行される国

債は金利も相対的に高めに設定されているということが第一に挙げられる。だがそれに加え、定額貯金に再預入れしない、もしくは1,000万円の限度額を超えていて入れられない場合の資金の受け皿として、郵便局で扱っている国債を販売することが多いといわれている点も指摘できる。郵便局の窓口における2000年度の国債販売実績は、4月から11月までの合計で、およそ1.6兆円に達している（2000年度の窓口販売引受額は2.5兆円）。特に、2年物利付国債は人気が高く、4月以降毎月完売している。過去5年間の販売実績が年間で毎年大体5,000億円程度であったことを考えると、2000年度は定額貯金の満期資金への対応を想定して引受額を増やしていることは明らかであろう。2001年度も、中期国債を中心に約2.5兆円の販売が予定されている。

5. 好調な外貨建て預金・MMF

98年4月の改正外為法施行により外為業務の規制が緩和され、金融機関が外貨建て金融商品の提供を積極化したこともあり、ここ1、2年、外貨預金と外貨建てMMFの残高の伸びが著しい。2000年9月末の個人外貨預金残高は約3.7兆円に達し、2年半前に比べおよそ3倍になった（図8）。外貨建てMMFの残高は、2000年11月末現在およそ1兆2,500万円で、6ヶ月連続で過去最高を更新中である。米ドル、ユーロ、イギリス・ポンド、スイス・フラン等多くの国の通貨が対象になっているが、預金、MMF双方とも日本人に最も馴染みのある米ドル建てが中心である。

図8 外貨MMF／外貨預金残高



(注) 外貨MMFの残高は個人・法人全て含む。外貨預金の残高は個人分。

(出所) 日本証券業協会資料、日本銀行「金融経済統計月報」より野村総合研究所作成

外貨建て預金と外貨建て MMF の残高が急速に伸びている背景には、第一に、提示される利率もしくは利回りが円建ての預金や MMF に比べ圧倒的に高いことが挙げられる。都銀のスーパー定期の金利が 1 年満期で 0.15% に過ぎないのに対し、米ドル預金の金利は 1 年満期で 5% 程度であり、MMF の利回りが年 0.2~0.3% であるのに対し、米ドル建て MMF の利回りは年 6% 程度にもなる。

第二に、ここ 1 年ほど為替相場が安定的に推移し、相場の上下が少なかったことが挙げられる。99 年 9 月に 1 ドル 104 円台まで円高が進み、将来の円安を予測する個人投資家が米ドル建て投資を増やし始めた。その後から 2000 年末に至るまで、為替相場は 1 ドル 102 円から 112 円程度の間を推移した。為替変動リスクは比較的低いと判断して、外貨資産を増やしている個人も一部にいと考えられよう。

第三に、低金利下で円建ての預金商品では個人を惹きつけられない銀行が、預金獲得のための主力商品として外貨預金集めに力を入れていることが挙げられる。PR やキャンペーンに注力する銀行も多く、最近では円建ての預金商品では考えられないような確定金利の数字を、大きな文字で掲載した新聞や雑誌の広告を頻繁に見かけるようになった。このように銀行が外貨預金業務に積極的な理由の 1 つには、外貨と円を交換する際に為替手数料を得られるため、円預金業務よりも収益性が高いという面も挙げられよう。

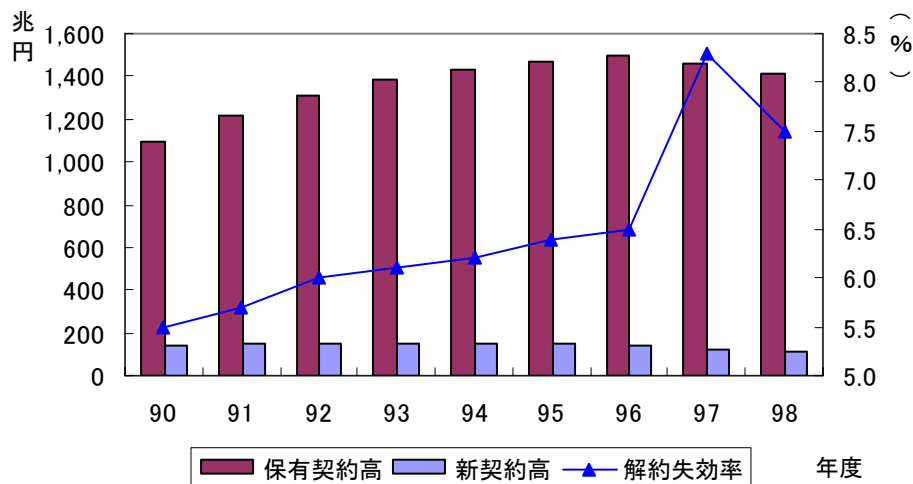
また、残高の伸びに合わせて口座数も増加している。国内銀行の外貨預金口座数は、98 年 9 月末にはおよそ 30 万口座であったが、2 年後の 2000 年 9 月末にはその 5 倍の約 150 万口座に達している。円建ての預金口座数に比べるとまだ微々たるものであるが、外貨投資をする投資家の裾野は順調に広がり始めているといえよう。貯蓄広報中央委員会による「貯蓄と消費に関する世論調査」によれば、年間所得が 1,000 万円以上の層の 12.3% が今後保有を希望する金融商品として外貨預金を挙げている。

6. 生命保険離れの進行

個人金融資産残高に占める保険・年金準備金の割合は、バブル崩壊以降 97 年頃まで上昇し、ここ数年は横ばいになっているが減少はしていない（前掲図 1）。2000 年 9 月末現在、その割合は全体の 28% に達する。

しかしながら、民間保険会社の個人保険の保有契約高は、96 年度に 1,496 兆円とピークに達して以降減少に転じている。新契約高も 95 年度以降は減少の一途にあり、一方解約失効率は 90 年代を通じてじりじりと上昇した後、97 年度に跳ね上がり、8.3% を記録した（図 9）。

図9 個人保険の保有契約高、新契約高、解約失効率



(出所) 生命保険文化センター「生命保険ファクトブック」より野村総合研究所作成

このように個人の生命保険離れが徐々に進行している背景には、97年4月以降2000年末までに合わせて6社の生命保険会社が財務悪化により破綻したため、個人が生命保険業界に対して不安感を抱いていることが第一に挙げられる。第二に、長引く不況により、保険料支払いの負担感が増した保険加入者が保険契約を見直していることも挙げられよう。

わが国の生命保険市場は成熟期に入っており、大幅に新規の契約が増加するとは考えにくく、今後もしばらくは生保離れの傾向が継続する可能性が高い。そうした中でも新たな動きが見られる。第一に、生保業界の再編である。複数の外資系保険会社が、破綻した国内生命保険会社などを傘下に収め、新たにわが国でサービスを展開している。外資系生命保険会社の多くは、業界全体の不振にもかかわらず、保有契約高等を増やしている。一方で、国内生保も業務分野の拡大、医療・傷害など第三分野の解禁をにらんで、損害保険会社などと提携し、営業基盤の強化を進めている。第二に、従来あまり見られなかった斬新な保険商品が開発され、新たな需要を喚起している。ヒット商品を輩出し、新契約高を大きく増加させた生命保険会社も見られるようになっている。

7. 今後の展望

今後の個人貯蓄の動向を展望する上で注目されるのは、預貯金を他の金融商品へシフトさせる潜在的な要因がいくつか存在するという点である。

第一に挙げられるのは、急速に進む高齢化への対応である。世帯主65歳以上の「高齢世

帯」が全世帯に占める割合は、2010年には29.8%、2020年には35.2%に達すると推計⁴されている。このような高齢化の急速な進展は公的年金等の財政を逼迫させることが避けられず、年金支給年齢の引き上げや、支給額の切り下げにつながる可能性がある。前述の「貯蓄と消費に関する世論調査」によれば、老後の生活について「心配である」と回答したのは、回答者全体のおよそ8割に上り、30、40代回答者に至っては、約9割に達した。老後の生活を心配する理由としては、「十分な貯蓄がないから」、「年金や保険が十分でないから」をともに7割近くの回答者が挙げた。また、老後の生活のために「年金ではゆとりがない」と考える30、40代回答者の7割が、そのように考える理由として「年金の支給額が切り下げられるとみているから」と回答している。

老後の生活に対する不安が高まるなかで、30代後半から50代前半くらいまでの働き盛りの世代は、公的年金以外にも老後に備えた貯蓄をしていくことが必要となる。しかし、一般的にこの世代は、住宅ローン等の負債を抱え⁵、加えて教育費等の負担も重いために、貯蓄に回すことの可能な資金はそれほど多くない。働き盛りの世代は、限られた余裕資金をより効率的に運用するために、従来の預貯金偏重の貯蓄行動からより収益性を重視した貯蓄、投資行動を取るようになるだろう。

なお、2001年度には確定拠出型年金制度（日本版401(k)プラン）が新たに導入される予定である。確定拠出型年金においては、加入者である個人が、運用機関の提示する運用方法の選択肢の中から運用方法を選び、資金を振り分けることになる。将来受け取る年金給付額は、運用実績により増減する。現時点では、限られた金額の拠出のみが認められる見込みで、制度導入の効果は不透明だが、この制度が本格的に普及する中で、個人の投資商品に対する関心や知識が高まることも期待される。

第二に、2002年4月に予定されているペイオフ（破綻金融機関の預金の払い戻しを元本1,000万円までしか保証しない措置）解禁である。預金金融機関に対する信頼がかつてよりも揺らいでいる中で、ペイオフ解禁が近づくにつれ、個人はより安全な預け先もしくは投資先を探し、資金を移動させるケースが増えるであろう。

アンケート調査結果からも、ペイオフや金融機関の信用リスクに対する個人の関心の高さが伺われる。前述の「貯蓄と消費に関する世論調査」（2000年）によれば、貯蓄をより安全にするために既に何らかの行動をとった世帯は全体の33%で、そのうち45%が「経営内容が健全で信用度が高いと思われる金融機関に預け替えた」と回答し、32%が「1金融機関に預けた預金額が1,000万円を超えないよう、預入れ先を分散した」と回答している。また、今後何らかの行動をとろうと思っている世帯は、全体の6割を超えている。これとは別に、日銀が実施した預金者へのアンケートによれば、およそ4割の回答者が、「金融機関の経営に気を付ける」と答えている。

⁴ 国立社会保障・人口研究所推計。

⁵ 総務庁統計局の「貯蓄動向調査報告」（99年）によれば、30代の平均負債額は670万円、40代は900万円、50代は720万円、60代以上は270万円となっている。

こうした事情を背景に個人の預貯金が他の金融商品にシフトし始めることを想定した場合、にわかには株式などハイリスク・ハイリターン金融商品の保有割合が高まるとは考えにくい。従来ほとんど投資リスクを取ってこなかった個人には、まずは元本割れリスクを最小限に抑えつつ、預貯金よりも高いリターンを得られる金融商品が望まれると考えられる。しかし、今のところ多くの個人を惹きつけられるような預貯金以外の金融商品は少ない。郵貯大量満期資金の受け皿として、中期国債ファンドや公社債投信、国債が人気を集めているが、その一方で、再預入れ可能額の70%は定額・定期貯金に再吸収されているというのが現実である。

ビッグバンにより、新たな金融商品の設計に関する規制は大きく緩和された。今後は個人が受け入れやすい基本的な投資商品を開発していけるか否かが、家計の金融資産構成に真の変化が起こるかどうかを占う鍵になるといえるかもしれない。

(岩谷 賢伸)