

米国個人金融資産動向検証の試み

—1980年代後半の金融危機時における家計の投資行動—

米国では1980年代後半に、S&L（貯蓄貸付組合）を中心に金融機関の経営破綻が相次いだ。この金融危機への対応策として、RTC（整理信託公社）が設立され、不良債権を抱えた経営悪化金融機関の淘汰が進められた。その破綻処理の多くはP&A方式（資産、負債承継方式）が用いられた。P&A方式はわが国のペイオフ解禁後の破綻処理策としても注目されている方法でもあり、この時期の米国の金融事情が個人金融資産動向にどのような影響を及ぼしたかを確認していくことは、今後のわが国の動向を考える上でも参考になるものと考えられる。

1. 1980年代の米国における金融危機の概要

1) S&L危機の経緯

S&Lは個人向けの住宅融資を主な業務とし、短期の預金で調達した資金を長期の住宅融資に充当する構造の金融機関である。1980年代前半までのS&Lは、総資産に占める長期固定金利による住宅融資割合が約8割という状態により、短期金利上昇時の金利変動リスクを負いやすい構造となっていた。また預金金利の上限設定規則が、市場金利連動型金融商品へのシフトによる預金資金流出を招く原因ともなっていた。1970年代後半から引き続くインフレによる金利上昇が、1980年から1982年にかけてS&Lの経営を圧迫し破綻が続出した。これが第一次S&L危機といわれているものであり、危機打開策としてS&Lの資金調達と運用の規制緩和がなされた。DIDMCA（預金金融機関規制解消・通貨管理法）による預金金利の上限規制の撤廃、「ガーン・セントジャーメイン預金金融機関法」に基づく不動産関連融資に対する規制廃止である。これらの対処策により、第一次危機は収束することとなったが、同時にS&Lの業容拡大を促すこととなり、経営のキャパシティを超える資産拡大が不良債権化を招き、1980年代後半に再び、S&L業界全体の危機に繋がることとなった。

2) 第二次S&L危機への対応

第一次危機後の規制緩和によってS&Lは主要業務以外の商業用不動産融資や商業ローン

等への残高を拡大させていった。この結果、1980年に約8割であった住宅融資残高は1986年には5割程度まで低下することとなる。1986年の不動産価格下落が商業用不動産融資の焦げ付きを拡大させ、これが資金繰り悪化、預金金利の上昇を招き、よりリスクの高い投融资の拡大という循環が更なる不良債権を生む結果となり、業績と資産内容を悪化させていった。S&Lの破綻件数も1986年より再び増加に転じ1988年には200件を超えた。1989年にはこの事態に対処するために、FIRREA（1989年金融機関改革、再建及び規制実施法）が成立し、RTC（整理信託公社）が設立された。RTC設立の目的は金融システム危機を回避すべく、経営危機に陥ったS&Lを速やかに整理することにあった。

また、この時期の破綻金融機関処理の大半がP&A（資産、負債承継方式）方式によって行なわれた。この方法は、わが国の預金保険制度において、ペイオフ解禁後の処理策として優先的に採用されようとしているものでもある。

確認してきたように、米国で起きた1980年代後半の金融危機への対応策は、わが国の1990年代後半以降の金融危機、ペイオフ解禁後の政策的対処のモデルとなっており、この時期の米国の金融資産動向を確認することは、今後のわが国の動向を予測する上で参考になるとも考えられることから、以下では米国の個人金融資産動向を検証することとした。

2. 金融商品別の個人金融資産動向

1) 1986年から1995年にかけての個人金融資産動向

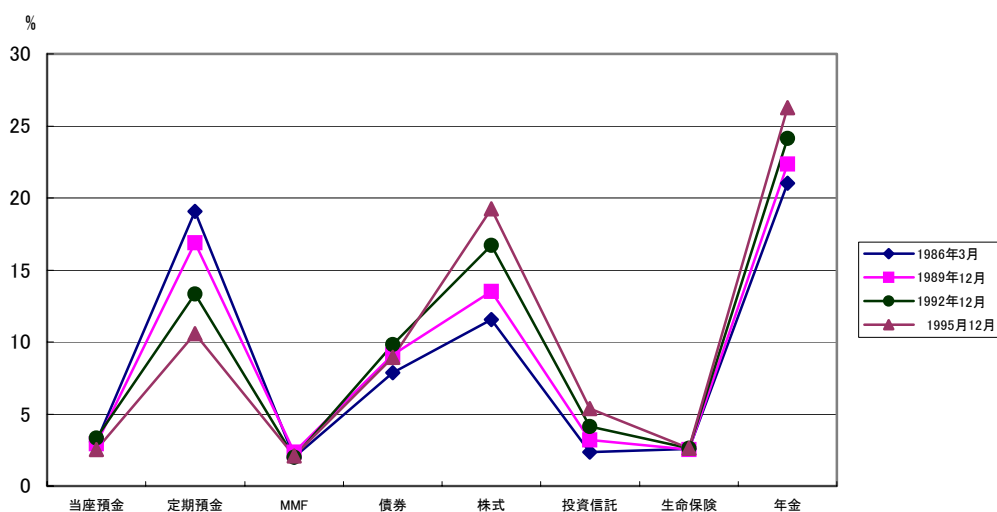
第二次S&L危機発生時の1986年から、金融機関破綻件数がピークを迎えた1989年まで、金融危機対応策により収束に向かい始めた1990年から1992年までと、回復期である1993年から1995年にかけての3期間に分けて個人金融資産動向を見ていく。

1986年から1989年にかけての個人金融資産動向は図表1のような推移となっている。1986年第1四半期と1989年第4四半期の各金融資産の全資産に占める比率を比較すると、当座、定期預金が3.1%、19%から2.9%、16.9%へ、生命保険は2.6%が2.5%へ低下、MMFが2%から2.4%へ、債券は7.9%が9.1%へ、株式が11.6%から13.5%へ、投資信託は2.3%から3.2%へ、年金が21%から22.3%へとそれぞれ比率が上昇している。

1990年から1992年にかけての動向は定期預金が17.1%から13.3%へ、株式が12.9%から16.7%へ、投資信託が3.1%から4.1%へ、年金が22.3%から24.1%へと変化している。

1993年から1995年にかけて、定期預金比率は更に低下し12.9%が10.6%へ、債券は9.7%から8.9%低下、株式は17.1%から19.3%へ、投信は4.4%から5.4%へと上昇している。

図表 1 米国家計・非営利団体各資産残高比率



(出所) FRB, "Flow of Funds Accounts of the United States"より野村総合研究所作成

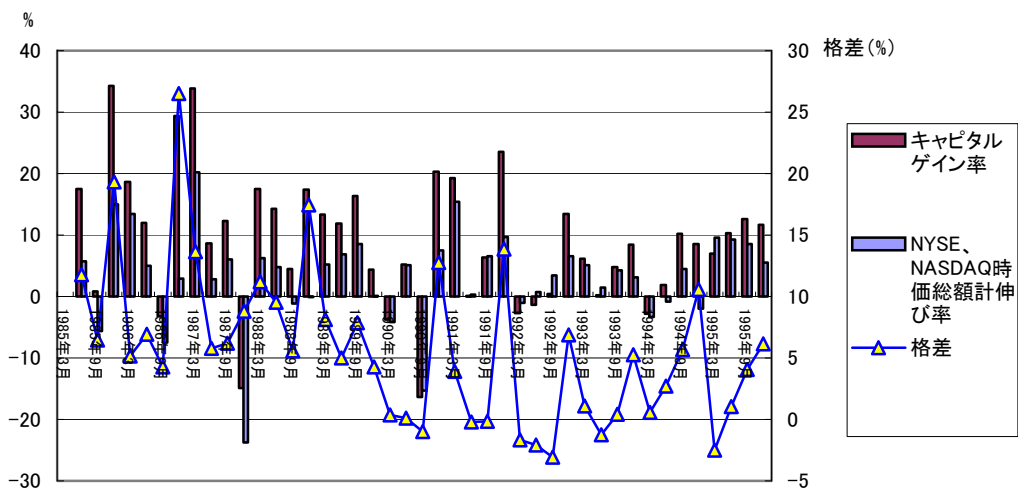
2) 株式の動向

1986年から1995年までの株式資産残高は増加しているが、株式への資金純流入額をみると、1992年から1993年にかけて以外はマイナスの推移となっており、株式資産比率の上昇は株価上昇の要因であったといえる。もっとも、このデータだけでは、投資家の動向と意向を把握しづらいことから、株式市場の変動に対しどの程度の売却意向もしくは継続保有意向を持っていたかということ、株式資産残高の増加額と純流入額との差額である株式キャピタルゲインの資産残高比率¹と、株式市場時価総額の伸び率との格差²を元に確認することを試みた。その結果が図表2であり、時価総額伸び率がプラス時には、格差が大きいほど個人が株式売却を進めた結果としてキャピタルゲインが生じたといえ、マイナス時には格差が大きいほど売却を抑えたといえる。例えば、ブラックマンデー時の1987年第4四半期には売却を抑え継続保有をする傾向が強かったが、1990年第3四半期の株価下落局面では逆に売却を進めたとみることができる。

¹ 個人の株式による当期実現損益と考えられる。

² 格差=株式キャピタルゲイン比率-ニューヨーク証券取引所並びにNASDAQ市場時価総額伸び率

図表2 個人株式キャピタルゲイン率と時価総額伸び率の推移と格差



(出所) FRB, “Flow of Funds Accounts of the United States”より野村総合研究所作成

この見方によれば、米国の個人投資家は金融危機の色彩が徐々に強まってきた1986年から1988年にかけては、株価上昇局面においては売却を進め、下落局面では逆に継続保有という行動を採っていたことになる。この時期の個人所得は拡大傾向にあり、株式下落局面で損失を出してまで売却する必要に駆られることはなかったと考えられる。一方1990年第3四半期には株式売却の傾向が強まった。この時期の個人所得の伸び率は低下傾向ではあったが、貯蓄率は上昇しており、総所得の頭打ちを金融資産からの収入で補うべく運用効率を高めるために、株式売却による資金シフトを選択した投資行動でもあったと想定できる。

当時の投資環境をみると、金融機関の破綻はRTC設立の効果などで推進され、破綻件数からは、1990年に金融危機のピークは過ぎたという状態であった。RTCが不良債権の損失を被る形での破綻処理は金融システムの保全に大きな役割を果たしたものの、P&A方式による受け入れ金融機関の信用創造機能を回復させるには至らず、資本市場へのアクセスを持たない中小企業を中心に資金制約がでて、個人所得の低迷要因へと繋がっていった。

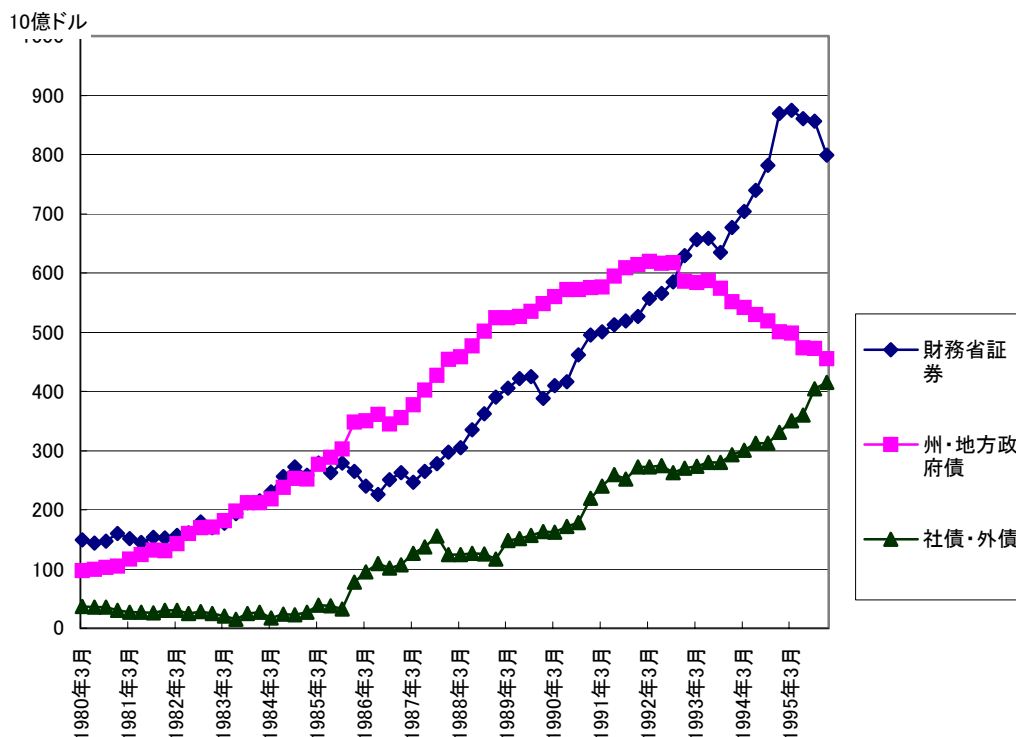
つまり、金融不安＝株式売却と考えると、株式資産の売却と継続保有の意向は直接的には金融不安とは切り離されていたといえるが、金融危機が間接的に個人所得の増減等に影響を及ぼし、そのことが投資行動を左右していたといえる。

3) 債券の動向

債券へは1986年から1990年にかけて資金流入が続いた。資金流入額の最初のピークであった1987年第1四半期の債券種類別の動向をみると、州、地方政府債で1,320億ドル、社債で760億ドル、モーゲージで680億ドルの純流入となっているが、財務省証券は690

億ドルの純流出となっている。1985年までほぼ同額であった、財務省証券と州、地方政府債の残高の推移に、1986年以降に格差が生じ、州、地方政府債が残高で上回り始めた。

図表3 米国家計・非営利団体債券種類別残高推移

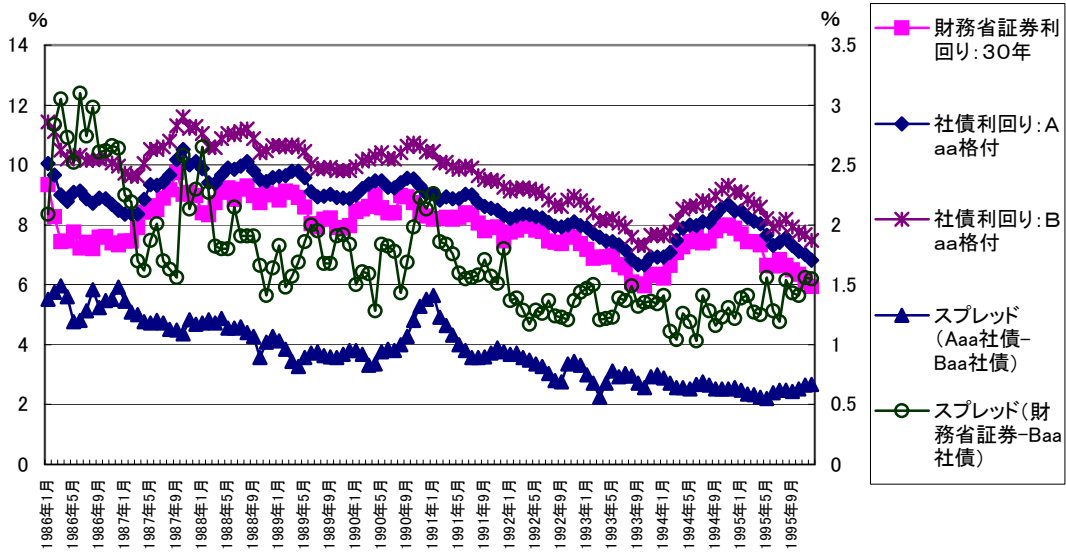


(出所) FRB, “Flow of Funds Accounts of the United States”より野村総合研究所作成

また社債の残高もこの時期から急速に拡大し始めており、個人投資家は信用不安の最中でも、一方的に Flight To Quality (質への逃避) を意識した投資行動を採っていたのではなく、財務省証券から州、地方政府債への資金シフトや、新たな債券投資の対象として社債を取り入れることで、リスク、リターンバランスを鑑みながらの分散投資を行なったものと考えられる。

この分散投資の傾向は 1989 年から 1992 年にかけて更に進展していった。財務省証券と Baa 格付け社債の利回りスプレッドがピークを付け急低下し始めた 1990 年第 4 四半期から、社債の残高は再び拡大傾向を示している。金融不安の最中には財務省証券から州、地方政府債へのシフトに留めておいた資金を、金融不安の収束を金融市場で確認していくことで、更に投資対象のリスク度合を拡大させ、リターンを獲得すべく迅速な行動を採ったといえる。

図表4 財務省証券、社債の利回りとスプレッド



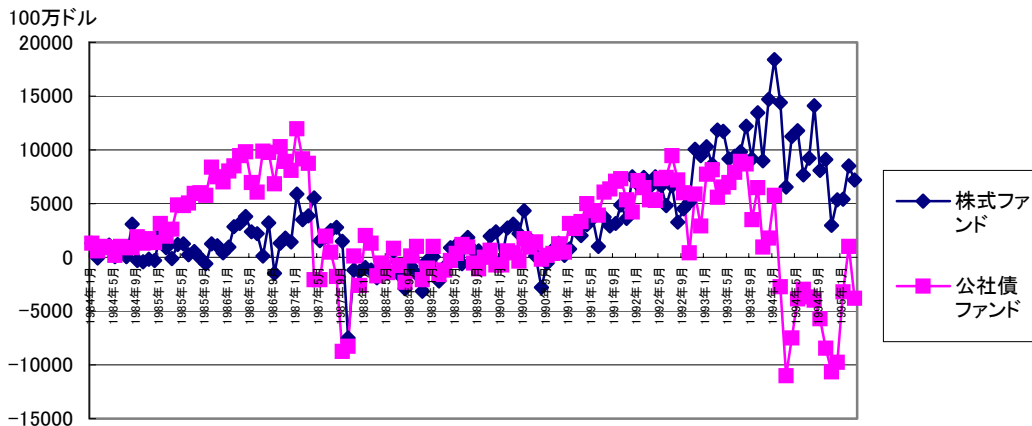
(出所) FRB 資料より野村総合研究所作成

4) 投資信託の動向

投資信託のスタイル別資金純流入額の推移からは、第二次 S&L 危機発生前年の 1985 年から 1987 年までは公社債型投信が、1993 年以降は株式型投信の資金流入額が大きくなってきていることが確認できる。

第二次 S&L 危機時には金融機関の経営悪化が定期預金等の信頼性を低下させ、このことで個人は預金離れを起し、定期預金の代替として公社債型投信を選好する傾向にあったと考えられる。

図表5 投資信託スタイル別資金純流入額推移



(出所) 米国投資信託協会資料より野村総合研究所作成

1987年のブラックマンデー発生時には両スタイルとも資金流出となっている。株式動向では継続保有の意向が高かったが、株式型投信では大きく資金流出となっており、個人投資家自身で把握可能な個別銘柄は保有できたが、株価指数に連動している株式型投信では継続保有に確信が持てなかったために起きた現象であったと考えられる。公社債型投信もこれに引きずられた動きとなっている。

ブラックマンデー後から危機が収束し始める1991年まで投資信託残高は増加していない。また公社債型、株式型ともに流入額は低迷しており、投資信託内での資金シフトも不活発であったといえる。他方で投資信託保有世帯数をみると、1989年には全世帯の7.1%であったものが、1992年には11.2%を占めるまでに拡大してきている。このように投資信託残高が横ばいであった時期にも保有世帯割合が上昇していたことが、1992年以降からの株式市場の上昇に伴う株式型投信の残高拡大の布石となったと考えられる。

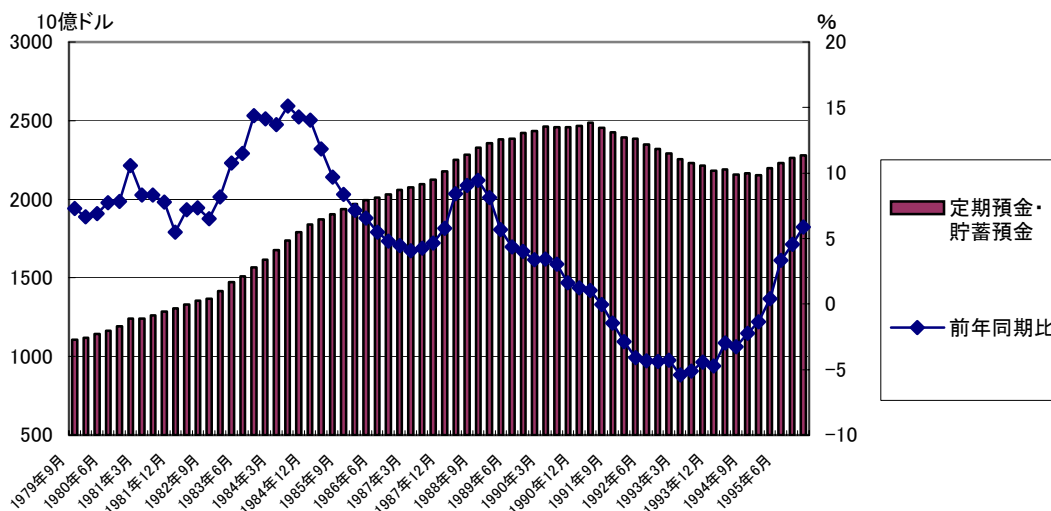
このように見ていくと、1987年までの公社債型投信を中心とした拡大期と、1990年以降の株式型投信へ重心が移行した拡大期と、1987年から1989年を境として変貌していることがわかる。この間の詳細な投資対象別の残高推移を確認すると、株式型投信ではGROWTH & INCOME型がGROWTH単独型よりもシェアを拡大させており、公社債型でもグローバル型、インターナショナル型が1989年以降シェアは低いものの伸びてきている。幅広い投資対象への投資信託の存在が、リスク度合の異なる投資機会の拡大を推し進めたといえる。他方、預金は10万ドル以下³のものでは、金融機関を変更してもリスクは不動といえる。金額にかかわらず商品ごとにリスクとリターンが変化する特性を持ち合わせていることが、投資信託内から資金が逃げ出さず、また預金からの受け皿ともなり、残高増加の要因となったと考えられる。

5) 定期預金の動向

定期預金残高の伸び率は、第二次S&L危機発生前年の1985年から低下し、一時的に1988年から1989年にかけて上昇している。1988年からの預け入れ期間別預金残高の推移を見ると、1年未満の短期の定期預金への資金流入がこの時期の伸び率上昇の背景となっている。短期の定期預金が、長期の定期預金残高を上回っていた時期は、定期預金残高全体が減少し始める1992年まで続いた。短期の定期預金に資金シフトが起きた要因としては、短期金利上昇と、金融不安の高まりを受けての、他の金融商品への待機資金としての位置付けがあったと考えられる。また短期の定期預金残高が上回っていた時期が、金利が低下し始めた1989年以降も続いていた状況や、家計における定期預金残高が1991年から減少に転じたことを考えると、長期の資金を定期預金で運用していく意向が金融危機を経て減じていったと考えられる。

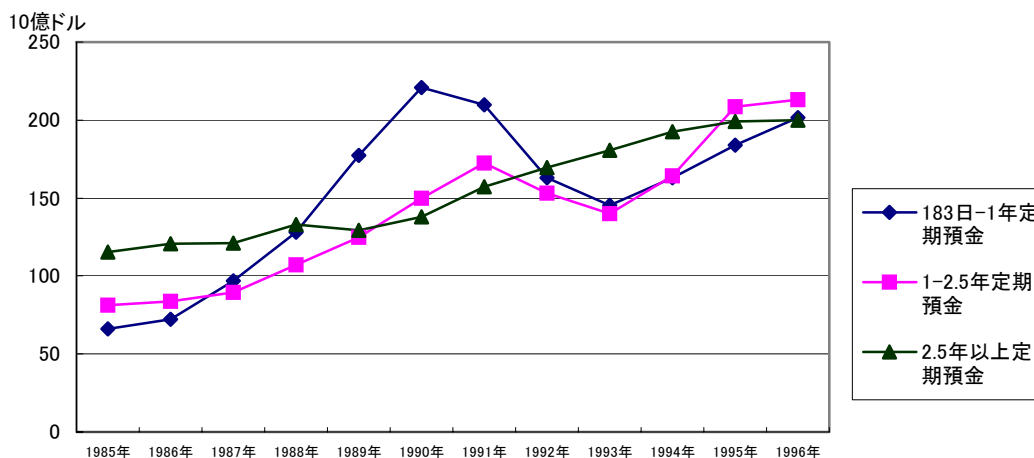
³ 米国の預金保険制度では、一預金者一金融機関当たり元本10万ドルまでとその利息まで全額保護。

図表6 米国家計・非営利団体定期預金残高と前年同期比率



(出所) FRB, "Flow of Funds Accounts of the United States"より野村総合研究所作成

図表7 商業銀行定期預金期限別残高推移

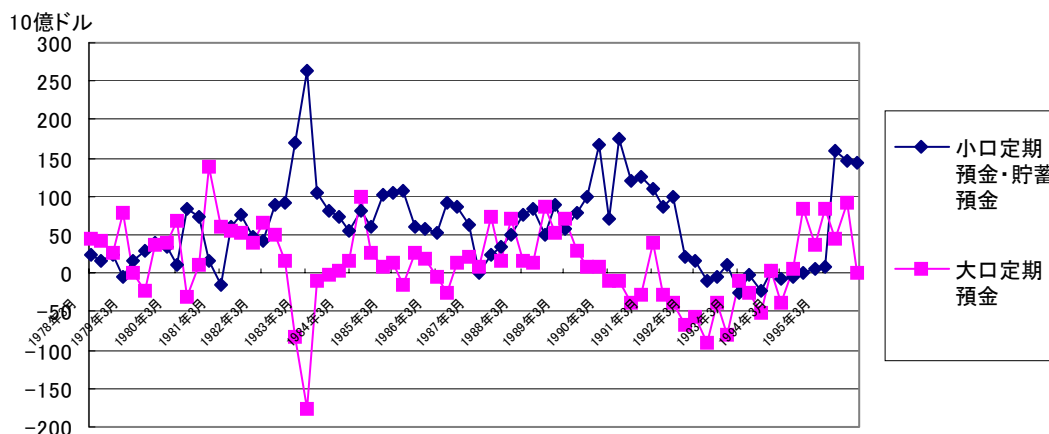


(出所) Statistical Abstract of The United States 資料より野村総合研究所作成

S&Lの第一次危機時、第二次危機時の両時点において、10万ドル以上の大口定期預金から10万ドル未満の小口定期預金に資金シフトすることで、預金保険によるリスク回避を行っている。その増減額は第一次危機時の方が大きく、第一次危機以降も預金の小口化が進展したことの影響により、第二次危機時には第一次危機時ほどの資金シフトが起らなかったと考えられる。このような学習効果によって第二次危機時では預金残高の分散による資金シフトに至る前段階で長期の預金を短期預金に切り替えており、金融機関の経営状

態を確認しながら、預金を他の金融商品購入のための待機の商品と位置付ける余裕を持った預金者が増加したと考えられる。

図表 8 商業銀行定期預金種類別流入額推移



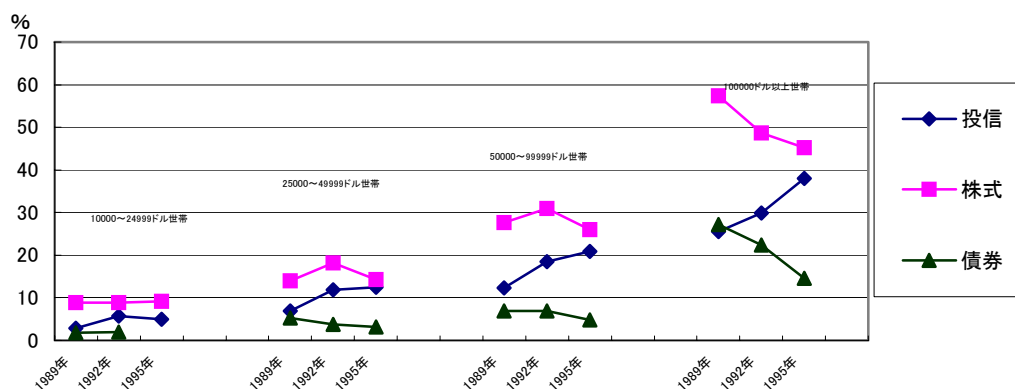
(出所) FRB, "Flow of Funds Accounts of the United States"より野村総合研究所作成

3. 世帯階級別数値からみた個人金融資産動向

1) 世帯収入階級別の各金融資産推移

世帯収入階級別に各資産の世帯保有率推移を確認する。投資信託では高収入世帯ほど高く、1989年から1995年にかけての伸び率においても同様の傾向となっている。

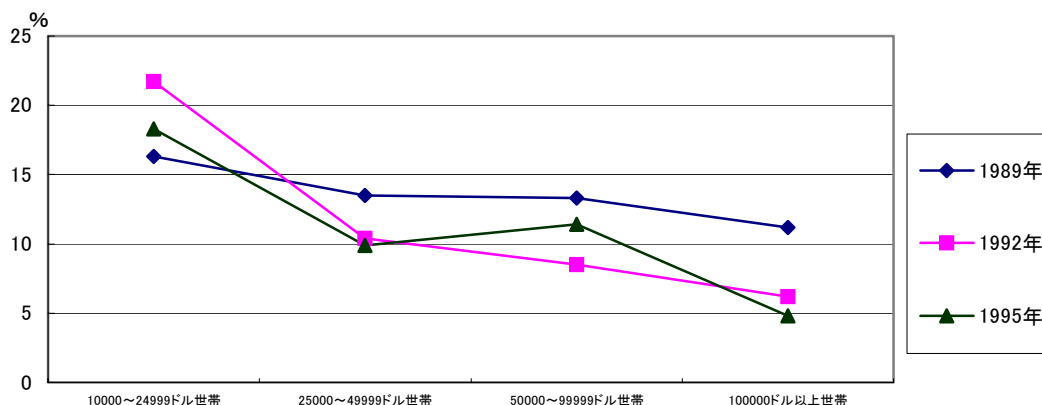
図表 9 世帯収入階級別各資産保有世帯割合の推移



(出所) Federal Reserve Bulletin より野村総合研究所作成

他方、世帯収入階級別の各資産額中央値の主要資産における定期預金比率は高収入世帯ほど低く、この傾向は1995年にかけて強まっていることから、高収入世帯ほど定期預金から投資信託へ資金をシフトさせたことが確認できる。

図表 10 世帯収入階級別定期預金中央値の主要資産比率

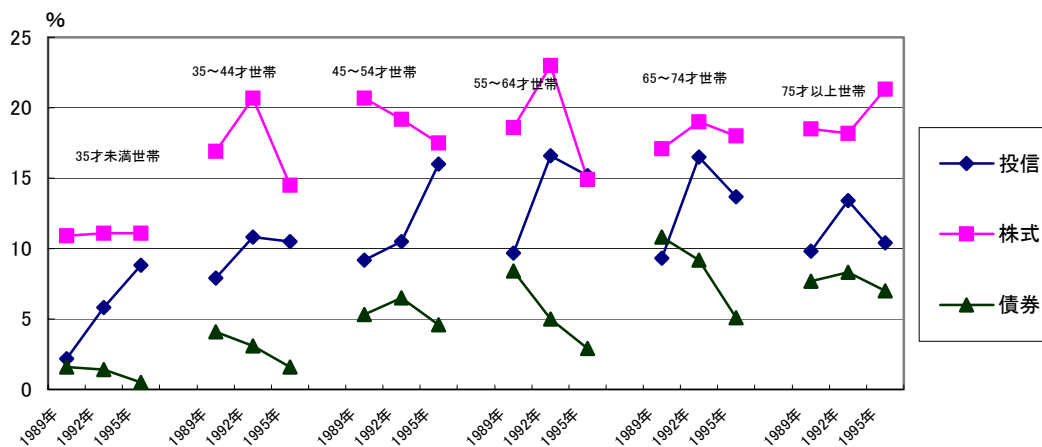


(出所) Federal Reserve Bulletin より野村総合研究所作成

2) 世帯主年齢階級別資産割合の推移

世帯主年齢階級別の投資信託の保有世帯割合を見ていくと、1989年から1995年にかけて、35才未満世帯、45~54才世帯で継続的に伸びている。若年世帯ほど水準は低いが伸び率は高く、1989年以降、投資信託が若年世帯層で普及し始めたことが伺える。

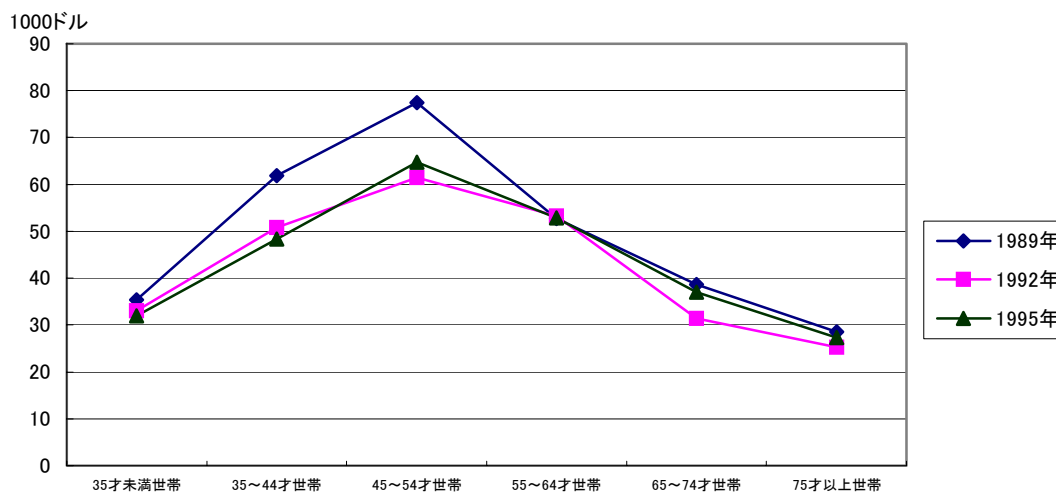
図表 11 世帯主年齢階級別各資産保有世帯割合の推移



(出所) Federal Reserve Bulletin より野村総合研究所作成

また、収入の下落額は35～44才、45～54才世帯で大きくなっており、効率的な資産運用を選択するにあたり、意識的に投資信託を組み入れたことが伺える。

図表 12 世帯主年齢階級別平均収入額



(出所) Federal Reserve Bulletin より野村総合研究所作成

4. まとめ

以上、第二次 S&L 危機発生時の 1986 年から金融危機収束後の回復期の 1995 年までの個人金融資産動向を検証してきたが、二つの点をキーワードに個人の投資行動をまとめてみる。

一点目は、個人の投資行動が金融危機の進展そのものに振り回されてはいなかったといえる点である。その理由として預金保険の全額保護範囲にほとんどの個人預金が納まっていた⁴ことが大きいと考えられる。実際に定期預金の残高が減少始めたのは 1991 年からで金融機関の破綻件数がピークをつけた後であった。また株式をめぐる動向を売却と継続保有の意向から個人の投資スタンスを検証してみたが、このことから実際起こった金融危機と投資行動にタイムラグが存在していたことが確認できる。

更に、債券投資において見られた現象からは、信用不安の最中でもリスク、リターンバランスを考慮しながらの投資を実践したことが明らかであり、金融市場の変化に迅速に対応しながらも、一方的に信用度合の高い財務省証券に資金シフトするのではなく、州、地方政府債や社債への分散投資を進展させていったといえる。

二点目は、幅広い層が新たな資産運用を積極的に見いだしていこうと行動したとみられ

⁴ 1989 年の預金額を 10 万ドル以上の高収入世帯の平均資産額 (137 万ドル) と、預金比率 (20%とみなす) から試算すると、一世帯あたり 27.4 万ドルとなるが、家族数が 3 人以上であれば 10 万ドルの預金保険の範囲内に収まる。

■ 資本市場クォーターリー 2002年夏

る点である。そのなかで様々な特性を持った金融商品として注目されたのが投資信託であった。資産形成層にある世帯のみならず高齢者世帯においても保有世帯割合が拡大しており、新たな層が投資信託の購入者となったと思われる。金融不安による安定性の追求と、所得の減少による資産運用を重要視していく中で、各人の属性や資金事情に鑑み、効率的運用を重視する傾向の強まりが顕著となったといえる。

金融危機という過度に不安心理に陥りやすい状況にもかかわらず、米国の個人金融資産動向からは、落ち着いた対応と幅広い層で新たな金融商品を取り入れようとする姿勢が確認できた。

(杉岡 登志夫)