

注目されるデフレ経済下での個人の金融資産選択

景気の低迷が続く中で、個人の貯蓄・投資行動はどのような影響を受けているのだろうか。以下では、まずマクロ経済との関連で近年の個人金融資産の動向を整理し、次に個別の金融商品からみた動きを追ってみたい。

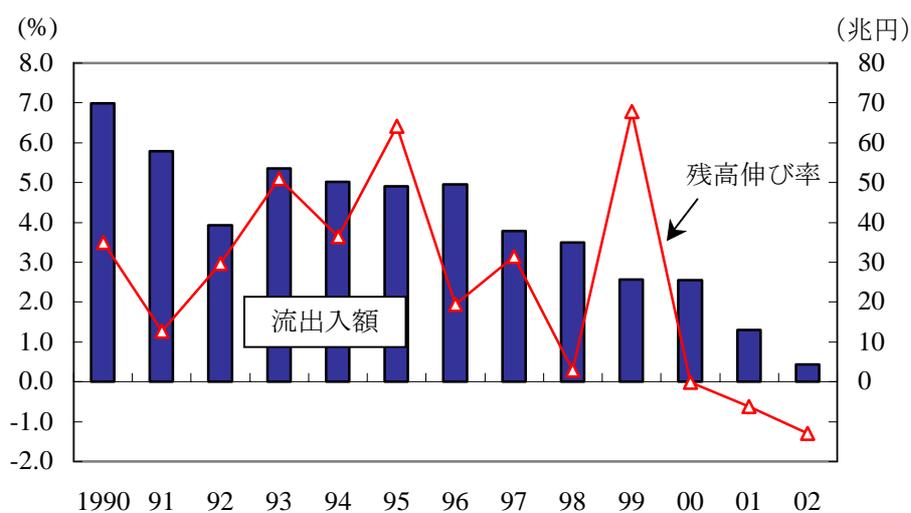
1. 景気変動と個人貯蓄

1) 統計上初の残高減少を示した個人金融資産

2002年末におけるわが国個人の金融資産残高は1,396兆円と、前年に比べて1.3%減少し、1,400兆円台を割り込んだ。個人金融資産は、2000年に、日本銀行が同統計を取り出してから初めて前年比マイナスとなったが、その後、3年連続の減少となる。

個人金融資産残高減少の直接的な原因は、個人の保有株式の価値下落である。ただ従来の株安局面では、個人金融資産への資金流入フローが大きかったため、個人金融資産残高全体の減少は生じなかった。

図表1 個人金融資産の推移



(注) 1997年までは年度ベース。98年以降は暦年ベース。

(出所) 日本銀行「資金循環勘定」より野村総合研究所作成

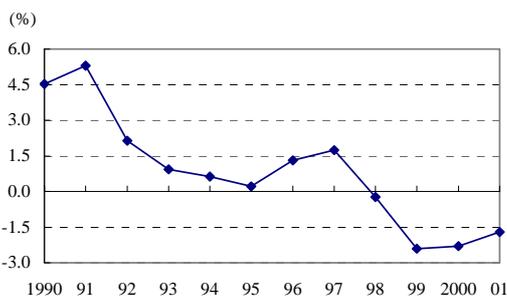
ところが最近の資金流入は、99年、2000年の年間25兆円規模から、2001年は13兆円、2002年には4兆円と急減している（図表1）。

この背景としては、景気低迷で個人所得が減少し、貯蓄を増やす余裕がなくなってきていることが指摘できよう。

図表2は、可処分所得の伸び率の推移を見たものである。景気低迷の影響で可処分所得の伸びが鈍化し、1998年以降はマイナスを記録している。一般的に、いったん身につけてしまった消費行動は、簡単には修正できず、所得が下がっても、消費と同じように下げることが難しいといわれている。ということは、所得が減少するなか、消費水準を維持したならば、消費性向は上昇し、貯蓄率は下がることになる。

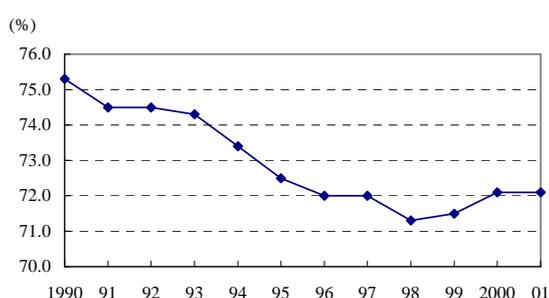
しかし、図表3を見ると、1998年の消費性向は下げを示している。これは、所得の下げ以上に消費水準が下がったことを意味している。実際、実額を見ても、消費支出は減少している一方で、貯蓄額は増額を示している。

図表2 可処分所得の前年比伸び率の推移



(出所) 総務省「家計調査年報」(勤労者世帯)

図表3 下げ止まりをみせる消費性向



(出所) 総務省「家計調査年報」(勤労者世帯)

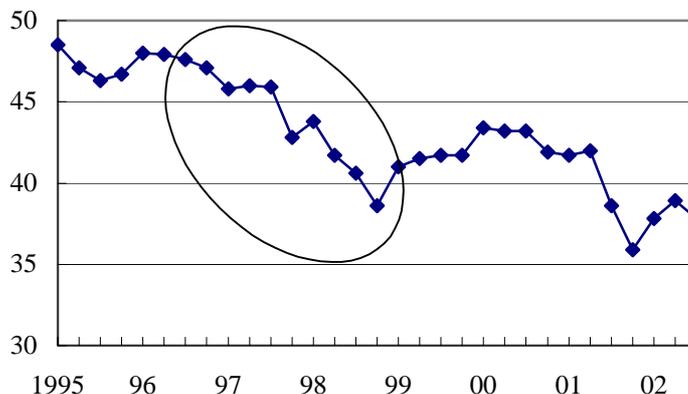
このように、所得の伸びが僅少もしくは減少となる中で、個人貯蓄が増えるというのは、わが国の家計の金融行動における特徴の一つを示しているようにも思われる。1997年～98年度の内閣府「消費動向調査」の「消費者意識指標」を見ると、この時期に「今後の収入の増え方」に対する見通しが急速に悪化していることが分かる（図表4）。

おそらく、この時期に大手金融機関の破綻が相次いだことが、将来に対する不安を増幅し、消費を控えて貯蓄にまわす行動に現れたのだろう。総務省「家計調査年報」の平均貯蓄率（勤労者世帯）を見ても、1996年の18.2%から98年の19.9%へと、大きく率が高まっている。

しかし、1998年以降可処分所得のマイナスが続き、それに応じて消費を減少させているものの、所得の減少以上に消費を切りつめることが限界に達してしまったと思われる。すなわち、貯蓄を減らすことで消費を維持する行動に移ったのが1999年以降であり、これが個人金融資産への純流入額が大幅に減少した原因である。

デフレ経済が続くなかで、消費水準を維持するのか、貯蓄を継続するのか、今後の動向が注目される。

図表4 消費者意識指標「今後の収入の増え方 DI」

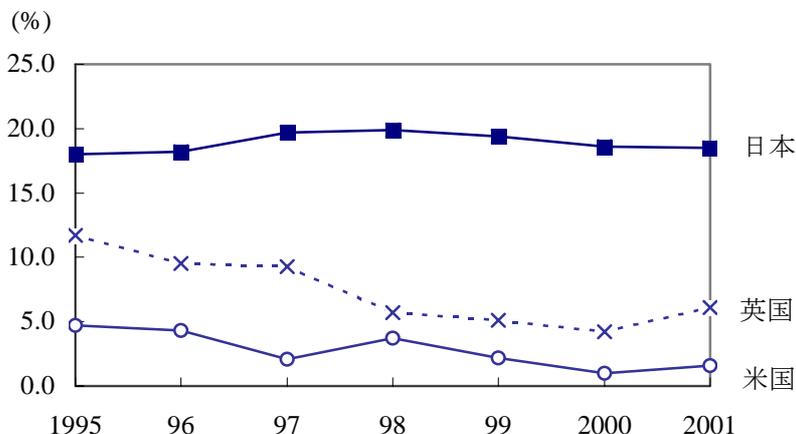


(注) ここでの DI は、消費にプラスな回答区分「良くなる」に 1、「やや良くなる」に 0.75、中立な回答区分「変わらない」に 0.5、マイナスになる回答区分「やや悪くなる」に 0.25、「悪くなる」に 0 の評価を与え、これを各回答区分の構成比(%)を乗じ、合計したもの。
 (出所) 内閣府「消費動向調査」

2) 貯蓄率と年齢階層別動向

わが国の家計の貯蓄率は、主要先進国と比較して高い水準にある。2001 年の主要国の貯蓄率を見ると、米国 1.6%、英国 6.1%に対し、日本は 18.5%という高率を示している。この日本の貯蓄率の水準は、図表 5 に見るように、比較的安定していることに特徴がある。

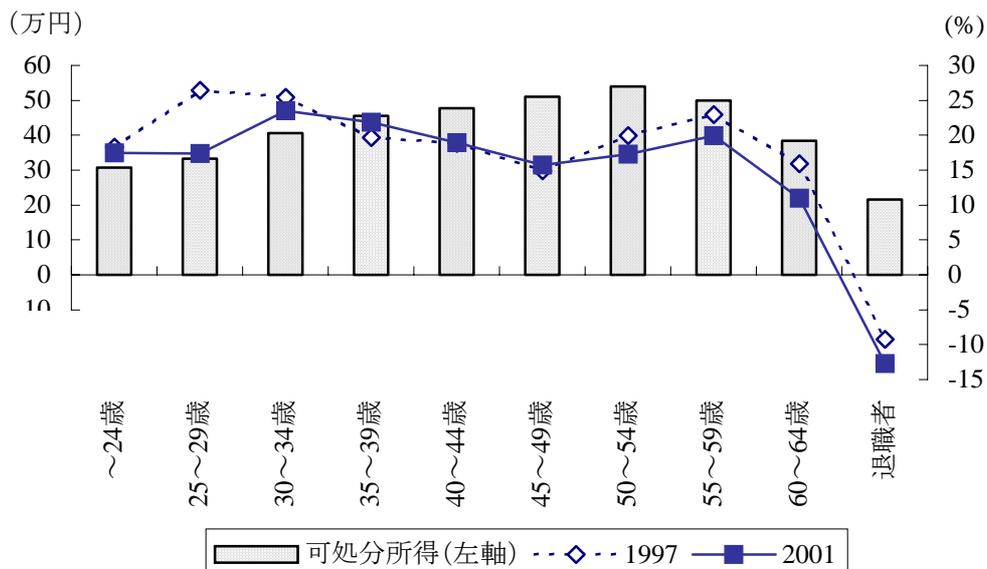
図表 5 主要国の家計貯蓄率の比較



(出所) 総務省「家計調査年報」(勤労者世帯)、米国 BEA "Survey of Current Business"、英国 ONS "Economic Trends"

不安定な景気情勢のなかで、前述したように、わが国の家計における高貯蓄体質にも変化が出てくる可能性があるが、今後の経済変動と個人金融資産の動向を考える上で、年齢層別に見た貯蓄行動を無視するわけにはいかないだろう。

図表 6 年齢別に見た平均貯蓄率



(注) 可処分所得は 2001 年の数値。64 歳までは勤労者世帯の数値。「退職者」は世帯主が 65 歳以上、かつ無職。

(出所) 総務省「家計調査年報」

図表 6 は、1997 年と 2001 年について、勤労者世帯の年齢別貯蓄率を見たものである。35 歳から 49 歳までの年齢層でわずかに貯蓄率が上昇しているものの、他の年齢層では総じて減少傾向にあることが分かる。また、名目で見えた貯蓄額についても、35～39 歳の層では増加が見られたものの、その他のすべての年齢層で減少している。

30 歳代、40 歳代の貯蓄率・貯蓄額がむしろ増加しているのは、将来への不安の現れと見られる。金融広報中央委員会が毎年実施している「家計の金融資産に関する世論調査」の 2002 年版によると、「老後の生活についての考え方」について、「心配である」と回答した比率は、どの年齢層でも高くなっているが、なかでも 30 歳代、40 歳代が高く 90% を超えている。

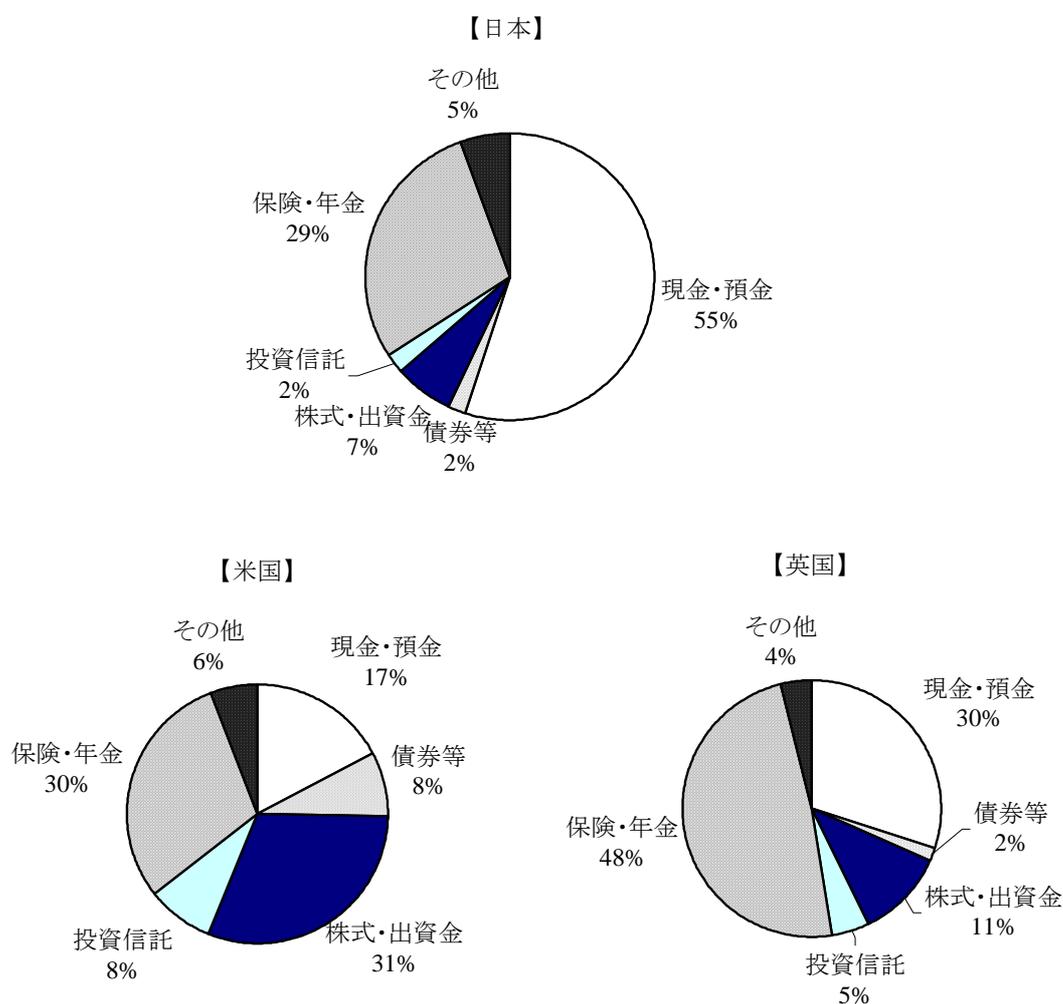
将来に対する不安が高い分、所得が減少する中でも貯蓄を捻出していると想定される。逆にいえば、わが国の貯蓄率が今後減少へ向かったとしても、30 歳代、40 歳代の貯蓄行動によって、そのスピードはゆるやかなものになる可能性が高い。

2. 金利選好の強い個人金融資産選択行動

わが国の個人の金融行動として、高貯蓄率とともに主要先進国には見られない特徴をなしているのが、金融資産選択における預貯金偏重の実態である。

2002年9月末現在、個人金融資産残高の1,392兆円のうち、預貯金は767兆円に達し、全資産に占める割合は55%である¹。米国の17%、英国の30%と比較すると、比率は突出しており、偏重と言っても過言ではないであろう（図表7）。

図表7 主要先進国の家計の金融資産配分（2002年9月末現在）



（出所）日本銀行「資金循環勘定」、米FRB“Flow of Funds Accounts”、英ONS“Financial Statistics”

¹この1,392兆円には個人が主体的に選択した金融商品とは言えない資産、例えば企業年金資産も含まれている。個人の主体的な選択によってどのような資産配分が行われているかを見るために、「年金準備金」、「預け金」、「未収・未払金」を除いたベースで見ると、金融資産残高は1,212兆円、預貯金への配分比率は63.3%になり預貯金偏重の実態が浮き彫りになる。

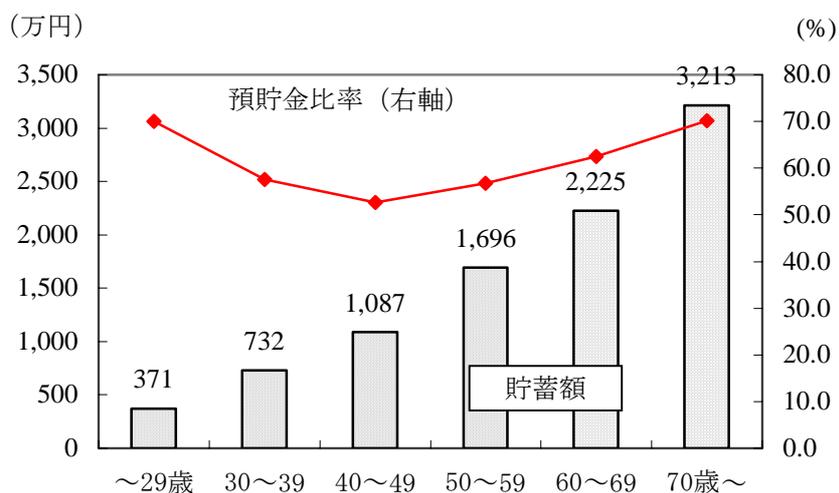
総務省「家計調査年報」における年齢別金融資産動向を見ると、若年層及び高齢者層における預貯金の比率が高くなっている(図表8)。若年層における預貯金の比率が高いのは、そもそも所得が少額であるため、必然的に貯蓄額は限られたものとなり、換金性の高い預貯金を選択されているのだろう。一方、高齢者層については、リスクをとって金融資産を増やす必然性は乏しく、安定志向を強めている結果といえよう。わが国の預貯金偏重は、全年齢層共通であることに加え、金融資産の多い高齢者層が資産運用を行わないことが、預貯金偏重を牽引しているといえる。

金融ビッグバンなどの規制緩和を通して、この傾向は弱まることが期待されていたが、目論見とは逆の方向に向かっている。1989年度末における預貯金比率は44.3%であり、ここ10年超で10%以上も比率が高くなっているのである。

この一因は、定期的な預貯金行動以外の資金流入があったからである。すなわち、1990年前後の高金利期に人気を集めた貸付信託、金銭信託、金融債の満期が到来し、それらが金利が低いのために再預入されずに、預貯金に流れた結果と言える。

ここで言えることは、預貯金に流入した資金は、金利選好の強い滞留資金ということである。滞留資金が巨額であるため、一見、預貯金は静態の様相を呈しているように見えるものの、超低金利下でも、家計がインカム・ゲインを追い求める姿勢は強いという動きが生じている。以下、超低金利の下でも資金の流入が見られる金融商品を見ていきたい。

図表8 年齢別に見た預貯金比率



(注) 預貯金比率 = (通貨性預貯金 + 定期性預貯金) / 貯蓄

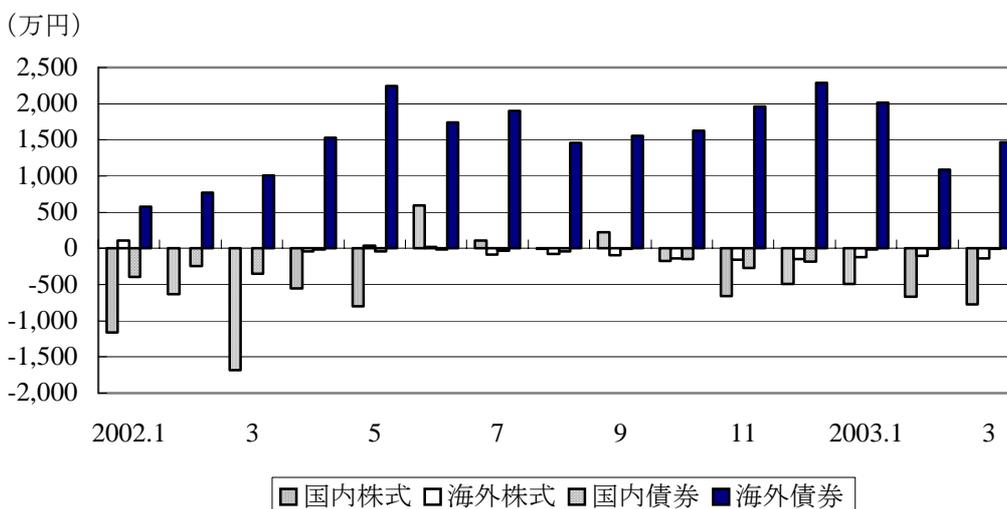
(出所) 総務省「家計調査年報」

1) 「海外債券」ファンドの一人勝ち

図表 9 は、国内公募株式投信への資金流入の状況を見たものである。野村総合研究所の Fundmark 分類において『海外債券』に分類されている投信への資金流入が際だっている。これは、第一に、わが国よりも海外の金利の方が高いためインカム・ゲインを期待できること、第二に、毎月決算型として設定されている投信が多く、毎月配当を受け取ることができること、という 2 つの要因によるところが大きい。

『海外債券』ファンドの 2003 年 3 月末までの 1 年間における設定額上位 10 ファンド中、毎月決算型のファンドは 7 ファンドにのぼる。またこの 10 ファンドには 2002 年 1 月以降設定のファンドが 4 ファンドも含まれている。それらはいずれも毎月決算型でありニーズの高さがうかがわれる。なかでも、国際投信投資顧問が設定している『グローバル・ソブリン・オープン（毎月決算型）』は、2003 年 3 月末現在 1 兆 5 千億円超の残高に達し、わが国最大級の投資信託となっている。同ファンドは、配当受取コースと、配当再投資コースの 2 種類が用意されているが、大半が配当受取コースに資金が流入している。同ファンドは、特に高齢者層による購入割合が高くなっており、高齢者層にとって、年金のほかに毎月一定のキャッシュフローが入ることが魅力的となって好調に推移しているようである。おそらく、他の毎月決算型ファンドも同様の傾向を示していると思われる。

図表 9 国内公募株式投信の資金流入額



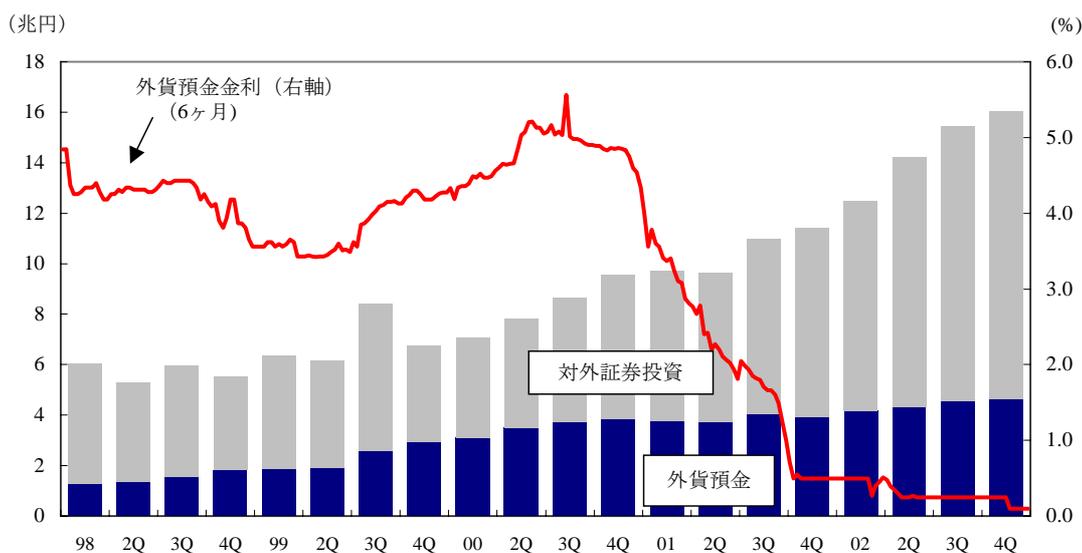
(出所) 野村総合研究所 Fundmark

2) 対外証券投資の躍進

個人投資家による海外の金融商品への投資も増大している。対外証券投資の残高は、最近6四半期連続で伸びており、2002年12月末で11兆円に達している（図表10）。この間、個人による外国株投資は、そもそもの額が小さい上、売買高も売り越し傾向であるため、対外証券投資の増大に貢献しているのは、外国債券、外国投信への資金流入と考えられよう。なかでも、一時期の外貨預金に代わって、外債投資が広く行われるようになったことが最近の傾向と見られる。

「家計の金融資産に関する世論調査」（2002年）によると、外債を保有している額が最も高いのは70歳以上で、一世帯当たり平均444万円となっている。1年前の調査でも70歳以上が最も高い額を保有していたが、その額は平均265万円であった。アンケート調査ではあるものの、保有額が飛躍的に伸びていることが分かる。また、この調査をみる限り、外貨預金からの乗り換え組も多いと見られ、金利収入への期待が大きいようである。

図表10 個人の対外証券投資残高の推移



(出所) 日本銀行「資金循環勘定」

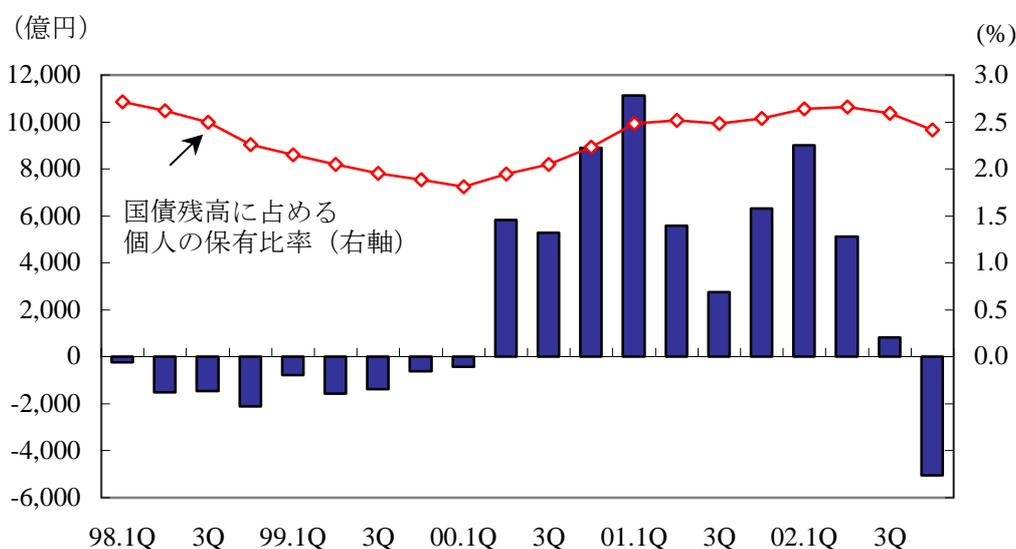
3) 郵貯定額貯金の受け皿となった国債

国債は2000年第2四半期以降、10四半期連続で、流入超を示している（図表11）。この時期は、ちょうど郵貯定額貯金の満期解約が本格化した時期と重なること、当時の郵便局が国債の販売に力を入れ始めていたことから、定額貯金の解約資金の一部が国債に流入

したと思われる。また、2年物などの比較的短期の国債に資金が集まった²。

図表 12 は、郵便局における 2 年利付国債の販売状況を示したものである。郵便局での国債販売額は、証券会社を含めた全体と比較すると小さいものの、最近の個人による消化状況を見る上では有効な統計と言えよう。2001 年 3 月債から利回りが低下したため、引受額に比して販売は低調だったが、2002 年 2 月以降は郵便局が引受額を減少させたため、基本的には順調な消化が続いている。ただし、2002 年 9 月債だけは、引受額 1,000 億円に対して、販売額はわずか 126 億円という若干異常な状況が発生した。2001 年 4 月債以来、2 年利付国債の表面利率は 0.1% で推移しているが、発行価格が異なるため、応募者利回りは発行月によって異なっている。個人が国債を保有する場合、利息の 20% が源泉徴収されるため、表面利率が 0.1% の場合には税引き後のクーポン収入は 16 銭となる。従って、発行価格が 100.15 円まではプラスの利回りを確保できるものの、100.16 円では利回りはゼロ、100.17 円以上ではマイナスの利回りとなってしまふ。2002 年 9 月債は発行価格が 100.17 円であったため、税引き後の利回りはマイナスとなり、購入者は、税制優遇を受けられる人のみに限られてしまい、販売額が一挙に減少してしまったのである。

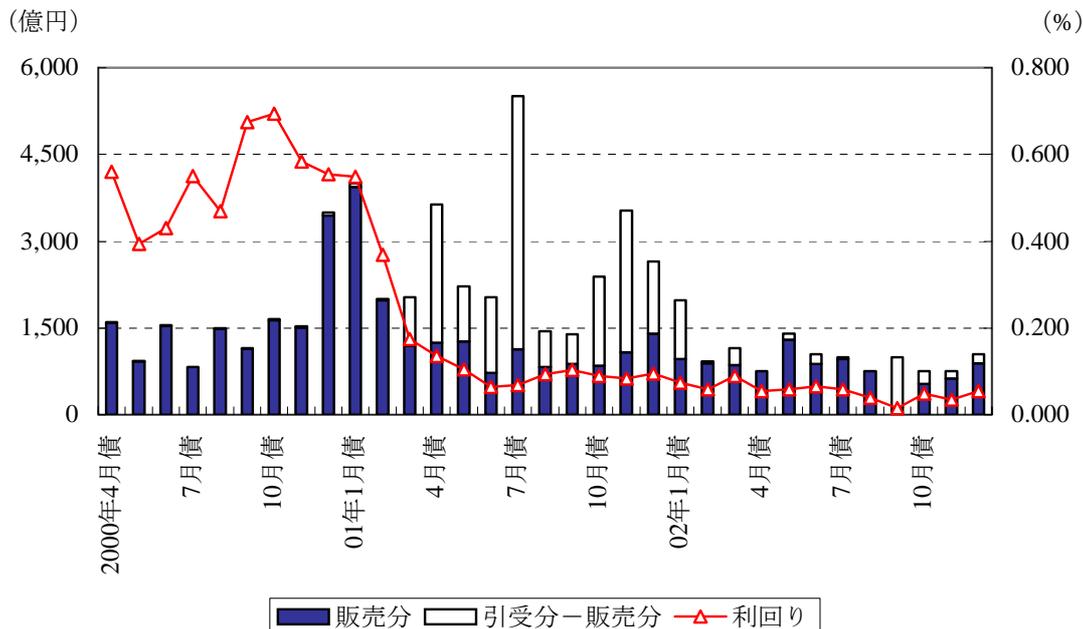
図表 11 個人金融資産における国債の流出入額



(出所) 日本銀行「資金循環勘定」

² 2002 年第 4 四半期は大幅な流出を示している。これは、2 年前、すなわち郵貯定額貯金の満期解約が本格化した時期に購入された 2 年利付き国債の満期がきたが、それらの資金で国債を再購入する行動がとられていないということを示していると言えよう。

図表 12 郵便局窓販における 2 年利付国債の販売状況



(注) 利回りは、応募者利回り
 (出所) 郵政事業庁貯金部、財務省「国債入札結果」

4) 完売が続くミニ公募債

個人による地方債への投資は、消化率でみても社債よりも低く、少額にとどまっている。

しかし、地方債に対して個人が無関心かというところとも言えない。というのは、2002 年から発行が開始された住民参加型ミニ市場公募債（以下、ミニ公募債）の売れ行きが順調だからである。

ミニ公募債とは、地方債協会に設置された「地方債に関する調査研究委員会」の中間報告書（2002 年 1 月 31 日に公表）において、自治体の資金調達手段の多様化を図る一手段として提案された地方債の一種である。特に法令上の定義はないが、①発行額が少額、②購入対象を地域住民に限定している、③調達資金の用途を明確にしている、④最低購入単位を低めにし、また購入限度額を設けるなどして多くの住民が購入できるようにしている、等の特徴を持っており、市場公募債の発行が認められてきた 28 自治体以外の小規模な自治体でも発行が可能となっている。

初めてのミニ公募債は、2002 年 3 月に群馬県が発行した「愛県債」で、販売は群馬銀行のみであったが、発行額 10 億円がわずか 18 分で完売となった。その後 2002 年 12 月までに 17 自治体がミニ地方公募債を発行した（図表 13）が、いずれも販売は好調で、購入できなかった住民からの再発行の要望が高くなっている。

従来から市場公募債の発行が認められていた東京都も、「東京再生都債」とネーミングさ

れたミニ公募債を2002年中に2回発行している。いずれも即日完売となり、住民の関心度の高さをうかがうことができる。購入者層を見ると、第1回、第2回とも60歳以上の購入者だけで70%以上を占めており、高齢者によって消化されていることが分かる。

地方自治体が発行する債券ということで信頼度が高く、また同年限の預金よりもわずかではあるものの高い利回りを享受できるということが魅力となり、受け入れられたのであろう。

ミニ公募債の特徴として、多くの住民に購入してもらいたいとする自治体の希望を反映して購入限度額が設けられているケースが多い。平均購入額を見ると、購入限度額に近い額となっている事例が多く、購入限度額いっぱいの額を購入した投資家が大半を占めていることが分かる。また、販売にあたっては指定金融機関、すなわち各自自治体における地場有力銀行が扱っているケースが多いため、高齢者が預金感覚で購入できる商品となっているのであろう。

図表 13 2002年のミニ公募債の発行状況

発行体	愛称	発行額	利率	償還期限	発行日	最低購入単位	購入限度額	購入者数	平均購入金額	購入方法	購入状況
群馬県	愛県債	10億円	0.66%	5年	2002.3.25	1万円	100万円	1,026人	97万円	先着	18分で完売
	第2回	30億円	0.54%	5年	2002.6.28	1万円	100万円	3,450人	87万円	抽選	3.56倍(応募額ベース)
兵庫県	兵庫県民債	50億円	0.59%	5年	2002.6.5	1万円	500万円	1,923人	260万円	先着	当日午前中で売り切れ
	第2回	50億円	0.44%	5年	2002.7.30	1万円	500万円	1,901人	263万円	先着	当日午前中で売り切れ
	第3回	100億円	0.30%	5年	2002.12.4	1万円	1000万円	3,696人	271万円	先着	初日に96%販売、6日目に完売
札幌市	ミニ市債	20億円	0.16%	3年	2002.7.29	1万円	100万円	2,201人	91万円	先着	完売
太田市	おおた市民債	5億円	1.05%	7年	2002.8.6	10万円	100万円	546人	92万円	抽選	5.7倍(応募額ベース)
東京都	東京再生都債	200億円	0.12%	3年	2002.9.18	1万円	500万円	10,146人	197万円	先着	1時間20分で完売
	第2回	200億円	0.18%	3年	2002.12.16	1万円	500万円	9,979人	200万円	先着	1時間15分で完売
愛知県	あいち県民債	70億円	0.32%	5年	2002.9.27	1万円	300万円	n.a	n.a	先着	当日午後三時半に完売
北九州市	北九州市ひまわり債	10億円	0.32%	5年	2002.9.27	1万円	100万円	1,137人	88万円	先着	当日午前中で売り切れ
神戸市	こうべ市民債	20億円	0.32%	5年	2002.10.30	1万円	200万円	1,357人	147万円	先着	発売の8.9日目で完売
岐阜県	ぎふ県民債	20億円	0.32%	5年	2002.10.31	1万円	100万円	2,220人	90万円	抽選	6.41倍(応募額ベース)
大阪市	みおつくし債	20億円	0.32%	5年	2002.10.31	1万円	3,000万円	276人	725万円	先着	43分で完売
福岡市	夢・こども債2002	20億円	0.12%	3年	2002.11.21	1万円	なし	集計中		先着	完売
大分県	おおいた元気債	10億円	0.34%	5年	2002.12.17	1万円	100万円	1,147人	87万円	抽選	2.5倍(応募者数ベース)
青森県	青い森の県民債	20億円	0.38%	5年	2002.12.25	1万円	200万円	1,226人	163万円	先着	59分で完売
神奈川県	かながわ県民債	200億円	0.64%	7年	2002.12.25	1万円	3,000万円	集計中		先着	消化額は19,934百万円
福岡県	福岡県うぐいす債	50億円	0.38%	5年	2002.12.26	5万円	500万円	集計中		先着	2日目に完売
埼玉県	彩の国みらい債	100億円	0.34%	5年	2002.12.26	1万円	500万円	集計中		先着	募集開始初日に完売
茨城県	大好きいばらき県民債	20億円	0.34%	5年	2002.12.26	1万円	200万円	1,174人	170万円	先着	43分で完売

(出所) 各自自治体へのヒアリング調査などを基に野村総合研究所作成

3. 高齢者が鍵を握る個人金融資産

わが国の個人金融資産の変化要因について、①高齢化による貯蓄率の低下、②規制緩和等によるマネーフローの変化、の2点がよく指摘されてきた。本論で見えてきたような近年の動きは、わが国の個人金融資産が上記2点において理論的に予想されていた事態とは異なる動向を示しつつあるように思われる。

まず第一点であるが、ライフサイクル仮説に従えば、高齢者は現役時代に蓄えた貯蓄を取り崩して消費を行うため、高齢化が進展することによって、わが国全体の貯蓄率も低下するであろう、と予想されていた。確かに、図表6に見るように、退職者の貯蓄率を見るとマイナスを示しており、貯蓄を取り崩していることが分かる。ただし、図表6で用いた『退職者』は、世帯主が65歳以上でかつ無職の者を集計したものであり、高齢者の全体像からはやや乖離があると言わざるをえない。中川・須合[2000]³は、総務省「全国消費実態調査」⁴の個票データを用いて、世帯主ではない、あるいは有業者である60歳以上の者も含めて貯蓄率を集計しなおしている。その結果によると、60歳以上においても2桁の貯蓄率となっていることが示される。すなわち、高齢化が進展しても、高齢者が持続的に貯蓄を行っているため、貯蓄率が低下しない、と言う実態が浮き彫りとなっている。高齢者の貯蓄性向に変化が見られない限り、今後も貯蓄大国の姿は続くものと思われる。

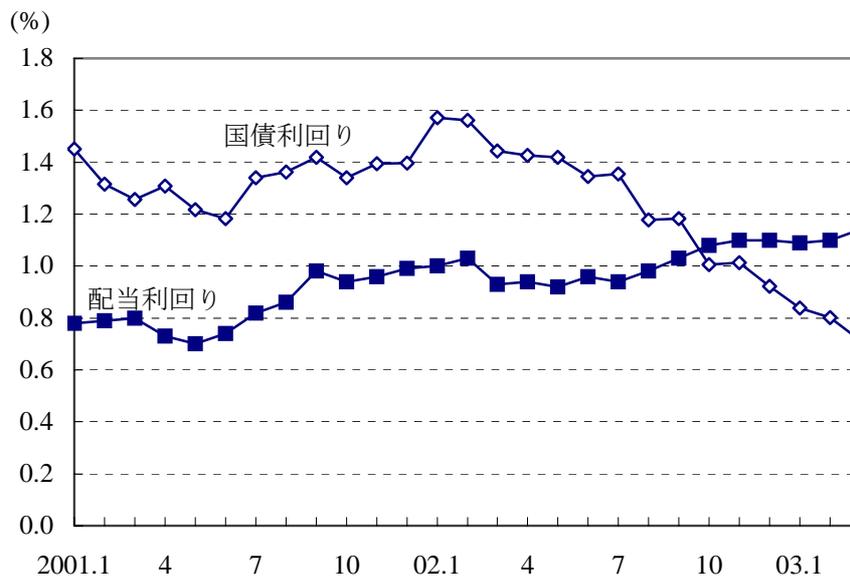
第二点であるが、日本版金融ビッグバンを通して規制緩和が進展することによって、マネーフローに変化が生じ、預貯金に偏った個人金融資産に動きが生じると期待されていた。しかし、2002年までの個人金融資産を見る限りにおいては、預貯金偏重が変化した様子は見られない。ペイオフ解禁が実質的に2年延期されたことによって、預貯金偏重の動きは助長されたと言っても過言ではないであろう。

従って、個人の貯蓄・投資行動に何かしらの変化があるとするならば、預貯金以外の金融資産の中で生じるものと思われる。その変化も、高齢者がどの金融資産に魅力を感じるかという点がポイントと言えよう。高齢者層がインカム・ゲインに注視している点は、以前からの傾向であり、いかに魅力的なインカム・ゲインを提供できるかが、資金流入の鍵を握っていると思われる。新しい金融商品として、個人向け国債、ミニ公募債、J-REIT、ヘッジファンドなどが登場している。これらは、いずれもインカム・絶対リターン追求の商品である。また、株価の低下により、配当利回りが国債の利回りを上回る現象が生じる(図表14)など配当の魅力が増している。預貯金に滞留しているインカム選好の高い資金が、これらの金融商品へ流入を見せるのか、今後の動向が注目されるところである。

³中川忍・須合智広「日本の高齢者の貯蓄行動」(日本銀行調査統計局ワーキングペーパー00-13)

⁴論文中に用いたデータは、家計調査報告に基づくものである。総務庁「全国消費実態調査」は5年に1度の調査のため頻度は少ないものの、対象世帯数が家計調査の約8,000世帯に対して約6万8,000世帯と多く、確度の高い統計と言える。

図表 14 配当利回りと国債利回り



(注) 配当利回りは、東証一部上場企業の加重平均利回り。

国債利回りは、国債（10年）パーイールド。

(出所) 野村総合研究所 Aurora

(銭谷 馨)