

## 個人金融資産動向：2008年第2四半期

瀧 俊雄、服部 孝洋

## ■ 要 約 ■

1. 日本銀行『資金循環統計』によると、2008年3月末における家計の金融資産残高は1,500兆円を割り込んだ。その要因としては、上場株式と投資信託で多大な評価損失が発生したことが挙げられる。個別資産の動向を見ると、郵便貯金から流出した資金が定期性預金と投資信託に流入する傾向が継続している。
2. 2008年第1四半期中、投資信託は約10兆円と、1980年代バブル期以来の規模となる評価損失を計上した。従来、評価損の多くを決定付けてきた国内株式の変動に加えて、外国株式における損失および為替差損による影響が加わったことが、その要因であった。
3. 2008年に入ってから外債ファンドへの流入が拡大している。また、国内株式ファンドにおいては、アクティブ型よりインデックス型の方が資金流出は抑えられている傾向にある。
4. 銀行窓販の動向を見ると外債型の販売シェアが増加しており、一時2割弱であった同シェアは、2008年第1四半期には6割強となっている。

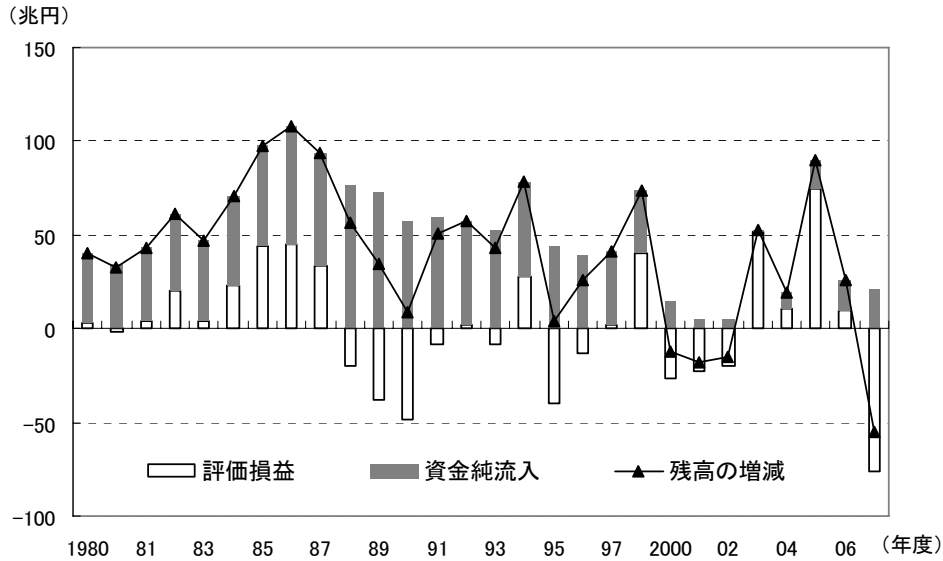
## I 1,500兆円を割った個人金融資産

## 1. 金融資産全般の動向

日本銀行『資本循環統計』（2008年6月16日発表）によれば、2008年3月末における家計の金融資産残高は1,489兆6,147億円（対前年同期比3.5%減）となり、1,500兆円を割り込んだ。2007年度中における金融資産全体の資金純流出入は21.0兆円のプラスであったが、評価損失が76.3兆円発生したことが残高の減少に繋がった（図表1）。

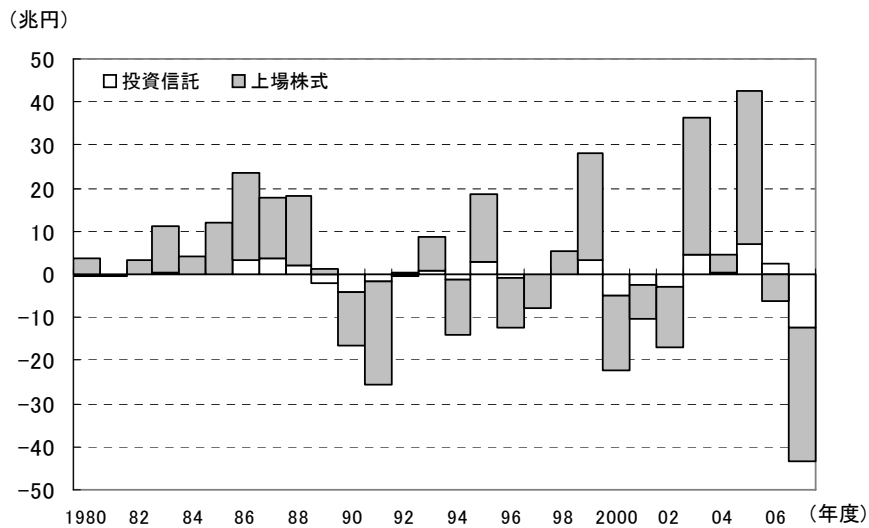
評価損失の中でも、その要因としてとりわけ大きかったのが、家計が保有する株式と投資信託の評価損失であった（図表2）。2007年度中における上場株式の評価損失は31.1兆円（うち、2008年第1四半期に16.4兆円）となり、1980年代のバブル期以降で最大の水準であった。これに加えて、投資信託における損失も広がった。2007年度中の投資信託の評価損失は12.3兆円であり（2008年第1四半期に9.9兆円）、上場株式と同様、損失の規模としては1980年代以降最大となった。

図表 1 家計金融資産における残高増減の推移



(出所) 日本銀行『資金循環統計』より野村資本市場研究所作成

図表 2 上場株式と投資信託における評価損益



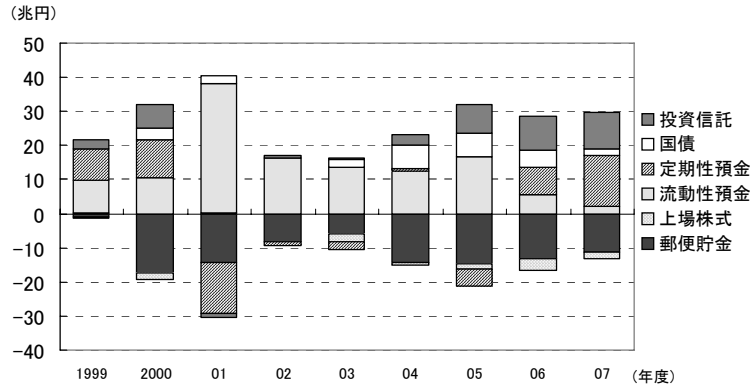
(出所) 日本銀行『資金循環統計』より野村資本市場研究所作成

## 2. 個別の金融資産の動向

図表 3、4 は、個別の金融資産における資金純流出の動向を見たものである。郵便貯金からの流出は継続しており、2007 年度中の資金純流出は 11.4 兆円であった。ただし、2007 年 10 月の郵政民営化以降、資金純流出の規模は縮小する傾向にある（図表 5）。

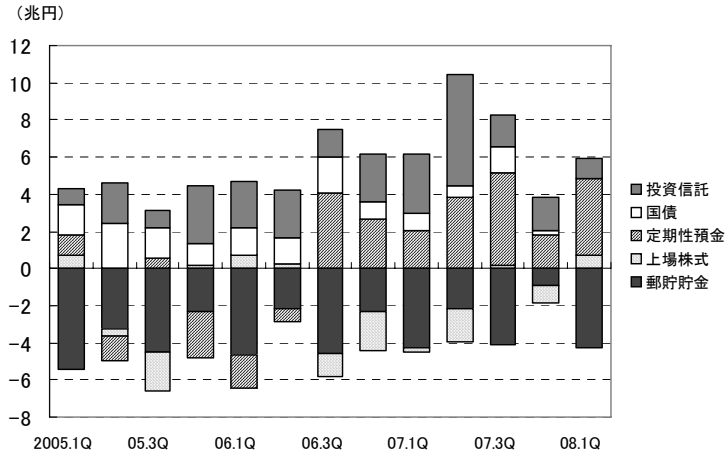
一方、定期性預金については、ゼロ金利政策が解除された 2006 年 7 月以降、流入が継

図表3 金融資産別資金純流出入（年度ベース）



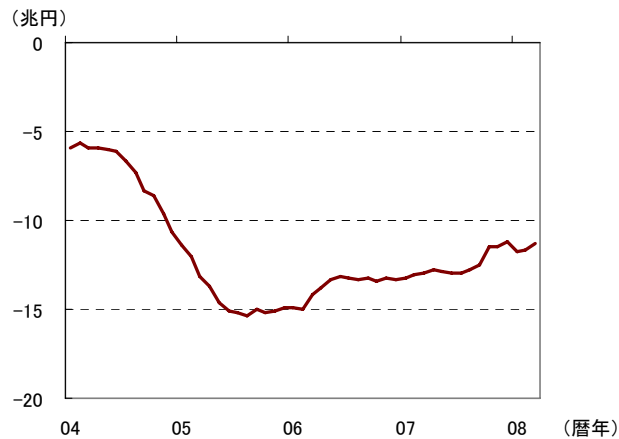
(出所) 日本銀行『資金循環統計』、ゆうちょ銀行資料より野村資本市場研究所作成

図表4 金融資産別資金純流出入（四半期ベース）



(出所) 日本銀行『資金循環統計』、ゆうちょ銀行資料より野村資本市場研究所作成

図表5 郵便貯金残高の対前年同月末増減



(出所) ゆうちょ銀行資料、旧日本郵政公社資料より野村資本市場研究所作成

続している。2007年度中の純流入額は14.7兆円であった。2008年5月末における定期性預金の残高は241.7兆円に達し、2002年4月の定期性預金に関するペイオフ解禁前の水準まで回復した（図表6）。

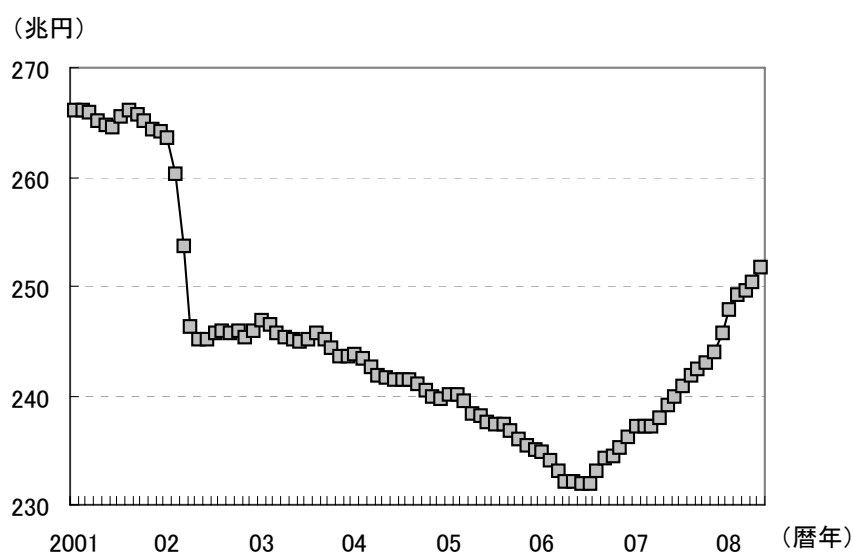
上場株式では、2007年度中に1.8兆円の資金純流出があり、5年連続での純流出となった。ただし、2008年第1四半期は0.7兆円の純流入を記録しており、株価下落時に家計が市場の買い主体となっていた様子が見て取れる。

国債では、2007年度中は2.1兆円の資金純流入となり、8年度連続での資金純流入となった。もっとも、2008年第1四半期には四半期ベースでは2003年以来となる資金純流出（281億円）を記録した。その要因は近年の家計による国債保有の大部分を占めてきた個人向け国債の発行額減少であったと考えられる（図表7）。今後を見越すと、2008年7月の個人向け国債の発行額は、固定5年が8,942億円（前回比3.06倍）、変動10年が1,010億円（前回比62.4%増）となる予定である<sup>1</sup>。また、2007年10月から開始された新窓販国債も、7月の発行総額は1,786億円（前月比53.4%増）と増加しており<sup>2</sup>、第3四半期以降、流出傾向には歯止めがかかると見られる。

最後に投資信託をみると、2007年度に10.6兆円の資金純流入となり、前述の評価損失の発生にも関わらず、1980年度以降最大の水準となっている（次章で詳述）。

以上をまとめると、「郵便貯金から投資信託へ」の流れに加えて、「郵便貯金から定期性預金へ」の傾向が強まっているといえる。一方で、個人向け国債では縮小傾向が続く中、今後はその傾向が弱まる可能性も見られている。

図表6 個人保有の定期性預金残高の推移



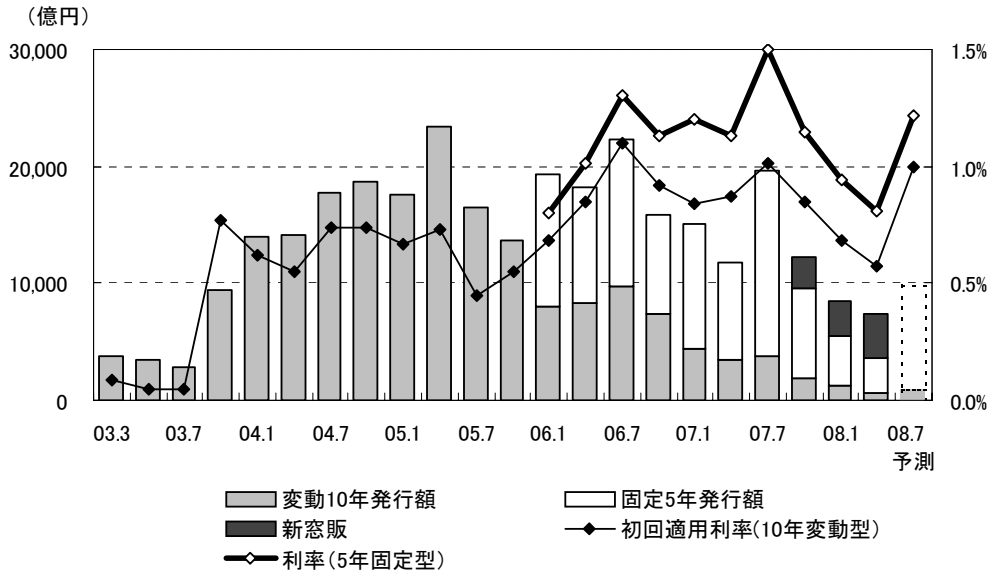
(注) 国内銀行及び信用金庫の合計。直近は08年5月末の値。

(出所) 日本銀行統計より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> 「個人向け国債、販売額3倍に一15日発行分」2008/07/09朝刊『日本経済新聞』を参照。

<sup>2</sup> 「国債新型窓販6月債53%増—利率急上昇で好調」2008/07/07朝刊『日本経済新聞』を参照。

図表7 個人向け国債の発行額及び利回り推移



(注) 新窓販国債については、2、5、10年ものを合算した上で四半期ベースで算出。また、7月発行の個人向け国債の発行額および6、7月発行の新窓販国債は日本経済新聞より抜粋。なお新窓販国債は購入金額制限(1億円以下)があるものの法人等も購入可能。

(出所) 財務省より野村資本市場研究所作成

## II 継続する投資信託への資金流入

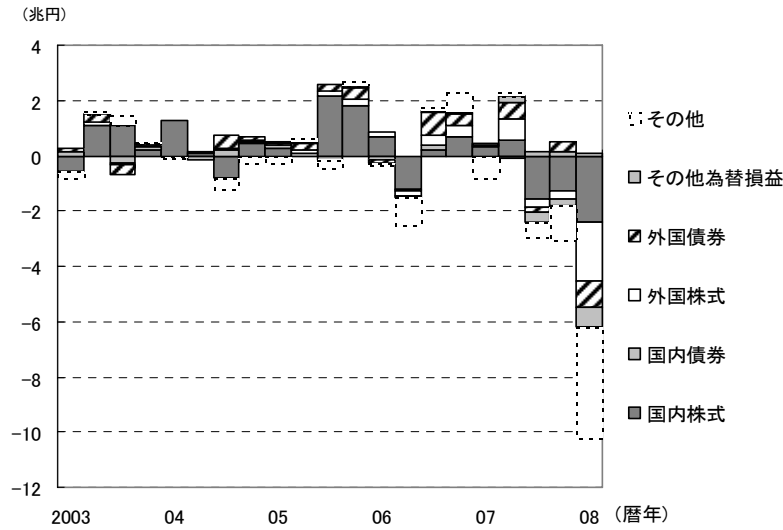
前述のように、家計は2008年第1四半期中に上場株式及び投資信託で1980年代バブル期以来の損失を被った。ただし、この間、株式は長期的に流出基調にあった一方で、投資信託では四半期ベースでの資金流入が継続している。以下では、その詳細を見ることとする。

### 1. 投資信託の評価損益の内訳

図表8は、公募投資信託(法人保有分を含む)における評価損益の内訳を、株価や外国為替の変動等について推計したものである。まず、公募投信全体の損失額について見ると、2008年第1四半期中に10.1兆円の評価損失を記録しており、その規模は従来四半期ベースで最大であった2001年第3四半期(約3兆円程度と推計)の3倍以上であった。

評価損失の内訳を見ると、従来評価損益の7~8割を決定付けてきた国内株式の変動に加えて、外国債券及びその他の為替差損による影響も大きかったことが分かる。近年、投信市場が外国債券型を中心とする拡大を経てきた中、為替レートは円安基調にあった。そのため、円高が評価損失を生む可能性が意識されにくい状況が続いてきたが、2008年第1四半期中は円高/ドル安が11%進行したことにより、為替変動リスクを強調する結果となった。

図表 8 投資信託の評価損益の内訳

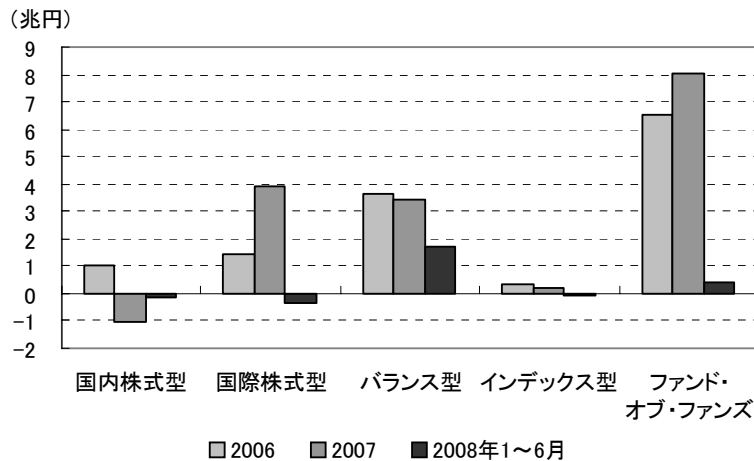


(注) 投資信託が保有する各資産が、代表的な指数に基づくインデックス型投信の基準価額に連動したと仮定して推計。その他には不動産等の変動が含まれる。  
 (出所) 投資信託協会資料より野村資本市場研究所推計

## 2. 運用タイプ別にみた資金フロー

図表 9 は、株式投資信託の運用タイプ別に見た、資金純流入の状況である。2007 年中に大きな純流入額を記録していた運用タイプを見ると、最大はファンド・オブ・ファンズ型（一部の外国株式ファンドが含まれる）の 8.0 兆円、次いで国際株式型の 3.9 兆円、そしてバランス型（そのほとんどが外国債券型ファンド）の 3.4 兆円であった。しかし、この傾向は 2008 年に入って以降一変しており、1～6 月の間、2007 年と同様の流入ペース

図表 9 運用タイプ別に見た資金純流入



(注) 2008 年については 1 月から 6 月までの純流入額を記載。  
 (出所) 投資信託協会『投資信託』より野村資本市場研究所作成

を保ったのはバランス型のみであった（同期間中に 1.3 兆円）。これらの変化からは、外国株式における評価損失を背景とする純流出の傾向が強まる一方で、外国債券型については、為替差損を被っているものの、継続的な流入が続いている点が特筆される。

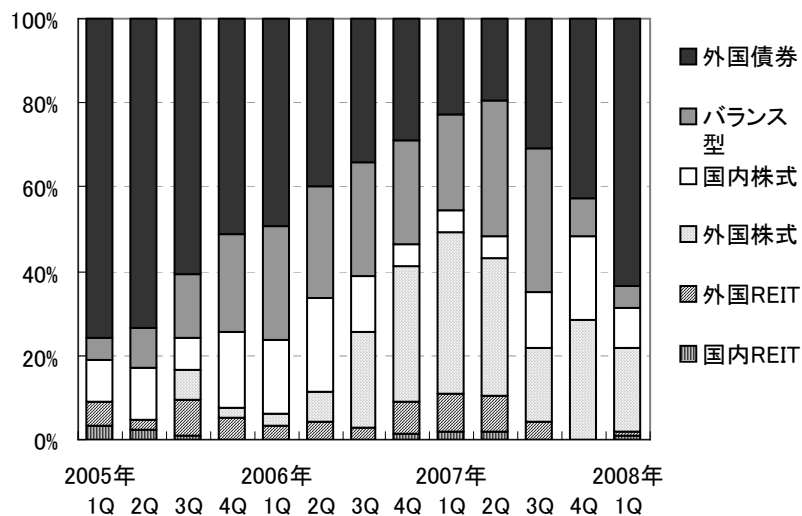
もう一つの特徴として、国内株式アクティブ型では、資金流出傾向が見られるのに対し、インデックス型では資金が留まっている点も指摘できる。国内株式アクティブ型では 2007 年中に 1 兆円を超える流出を記録した後、今年に入ってから流出が毎月継続している。一方で、インデックス型（ETF を含む）では 2007 年中は純流入を記録した後、2008 年に入ってから 718 億円と小幅の純流出に留まっている。このような資金の流入傾向の違いにより、アクティブ型とインデックス型の残高は、06 年末には 8.2 兆円と 6.1 兆円であったのが、2008 年 6 月末現在では 5.2 兆円及び 5.0 兆円とほぼ水準となっている。

### 3. 銀行窓販の状況

銀行・保険における投資信託の販売額シェアを、商品タイプ別で見ると、2007 年 7 月以降、バランス型の販売が減少し、外国債券型の販売が増加する動きが見られてきた（図表 10）。金融商品取引法（以下、金商法）が施行された 2007 年第 4 四半期以降、多資産により構成され、説明に時間を要する<sup>3</sup>バランス型が敬遠される傾向は、より明確化しつつある。銀行窓販に占める外国債券型の販売額シェアは、2008 年 1～3 月中には 60% 程度となり、2005 年第 2 四半期以来の水準となった。

まとめると、投信市場全体では、国内株式型、外国株式型における資金純流入が減少す

図表 10 銀行・保険窓販における運用タイプ別販売額シェア



(注) 販売額上位 30 ファンドを独自に分類したもの。MRF を除く。

(出所) ニッキン投信年金情報より野村資本市場研究所作成

<sup>3</sup> 詳しくは瀧俊雄「個人金融資産動向：2007年の回顧」『資本市場クォーターリー』2007年春号を参照。

る中、金商法施行による影響とも相まって外国債券型のプレゼンスが高まっている。投信を經由した「貯蓄から投資」の流れが市況悪化時でも継続される一方で、このことは、家計の投資ポートフォリオにおける外国債券への偏重の強まりをも意味している。投信市場が円高による過去最大規模での損失に直面した中で、家計の投資行動が、単一資産への偏りから分散された資産配分へと促されるのか、今後が注目されよう。