

個人金融資産動向：2007年の回顧

瀧 俊雄

■ 要 約 ■

1. 2007 年末における家計の金融資産残高は 1,544 兆 8,347 億円（対前年同期比 0.5%減）となった。年末ベースで金融資産残高が減少となったのは 2002 年末以来である。
2. 2007 年中の減少は株価の低迷が主因であったが、中長期的に、家計の金融資産残高動向でより重要といえるのは、貯蓄そのものの水準である。過去 5 年間のキャピタル・ゲインをベースに 2020 年までの家計金融資産残高の試算を行うと、金融資産残高は 2013 年にピークを迎え、その後は減少へと向かうことになる。
3. 一方、リターンが 1%向上した場合、ピークは 2017 年まで先延ばしされる。そして、2%向上した場合には、2020 年以降も増加が続くと試算される。このように、リターンの達成のために、「貯蓄から投資へ」を促進していくことの重要性は日増しに高まっている。
4. 2007 年中を振り返ると、郵便貯金から年間 10 兆円超のペースでの資金純流出が見られる一方で、上場株式・投資信託・国債には 13.1 兆円の純流入が見られた。また、定期性預金への資金純流入が続いており、その残高は 2002 年頃の水準まで回復している。
5. 投資信託の保有拡大に伴い、その運用対象は外貨建て資産を中心に、株式の増加と、通貨分散の形で、広がりを見せている。
6. 2007 年 9 月 30 日に施行された金融商品取引法の影響により、地域金融機関における投資信託の販売は急減した。個人向け国債の発行額も、金利低下を受けて小額となっている。これらの事態が続けば、「貯蓄から投資へ」の流れが減速することも予見される。
7. このような環境下、MMF 及び MRF の預金商品に対する利回り面での優位性は継続している。証券口座におけるクレジットカード決済等のスキームの活用を促し、個人を投資へと誘導していくことの意義は引き続き重要といえる。

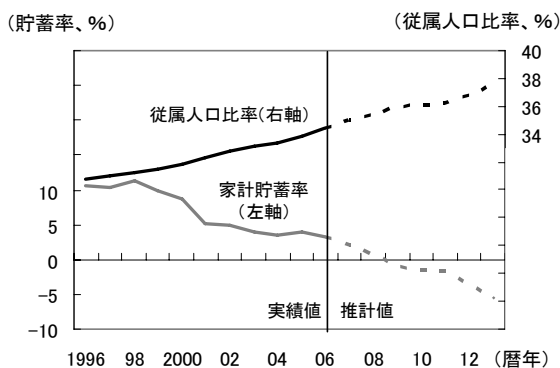
I 家計金融資産は中長期的に減少局面に入る可能性も

日本銀行『資金循環統計』（2008年3月21日発表）によれば、2007年12月末における家計の金融資産残高は1,544兆8,347億円（対前年同期比0.5%減）となった。年末ベースで金融資産残高が減少となったのは2002年末以来である。2007年中の変動を資金フローと評価損益に分けると、金融資産への資金純流入額は26.9兆円であった一方、株価の低迷を主因とする評価損失が36.0兆円（うち、株式・出資金は32.3兆円、投資信託は2.2兆円）発生したことが、減少へと繋がった。

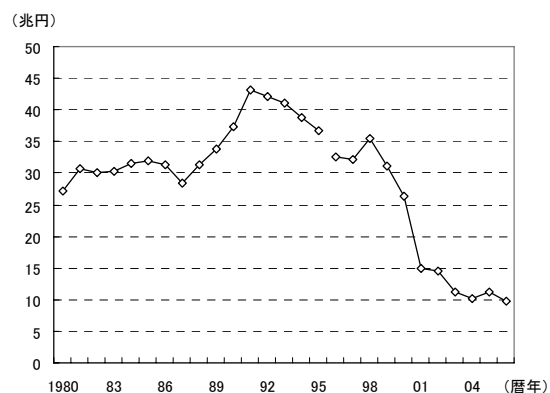
2007年中の減少は株価の低迷が主因であったが、中長期的に、家計の金融資産残高動向でより重要といえるのは、貯蓄そのものの水準である。今後、家計の貯蓄率は、高齢化の進展と共に資産を取り崩す世代が増える環境下、低下が進むものと考えられる。現に、1990年代の家計の貯蓄率は10%台で推移してきたが、直近の統計である2006年中においては3.3%にまで減少してきている。仮に、家計貯蓄率が従属人口比率¹のみによって説明されるとして推計を行うと、2009年中にも、貯蓄率はマイナスに転換する可能性も予想される（図表1）。貯蓄率の低下に伴う、家計における純貯蓄²（可処分所得から最終消費支出を引いたもの）は、1990年代は年間30兆円台で推移してきたが、2003年以降は10兆円前後の水準へと低下している（図表2）。今後は更に、純貯蓄がマイナスとなる局面も想定され、金融資産残高に対してマイナスの方向へ寄与することになる。

このような、高齢化による金融資産残高への影響を踏まえると、重要となってくるのは金融資産のリターン³の水準といえる。図表3は、過去5年間ににおける家計金融資産のキャ

図表1 家計貯蓄率の推移と推計



図表2 家計の純貯蓄の推移



- (注) 1. 2007年以降の従属人口比率は中位推計を用いた。
 2. 貯蓄率に対し、従属人口比率のみを説明変数として回帰分析を行った。
 3. 純貯蓄額について、1995年以前と96年以降は連続しない。

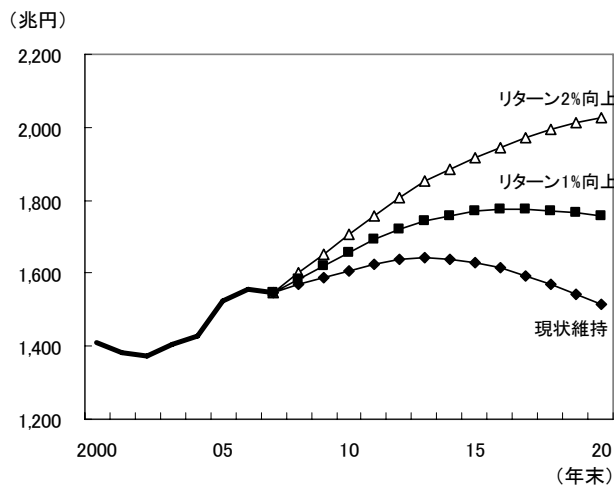
(出所) 内閣府『国民経済計算』、国立社会保障・人口問題研究所統計より野村資本市場研究所推計

¹ 従属人口比率とは、全人口に対する15歳未満及び65歳以上の人口の割合。

² 厳密には年金基金年金準備金の変動がこれに加わる。なお、国民経済計算と資金循環統計における資金過不足及び金融資産・実物資産の取得・処分に伴う資産の変動と、純貯蓄額は算出方法の違いにより一致しない。

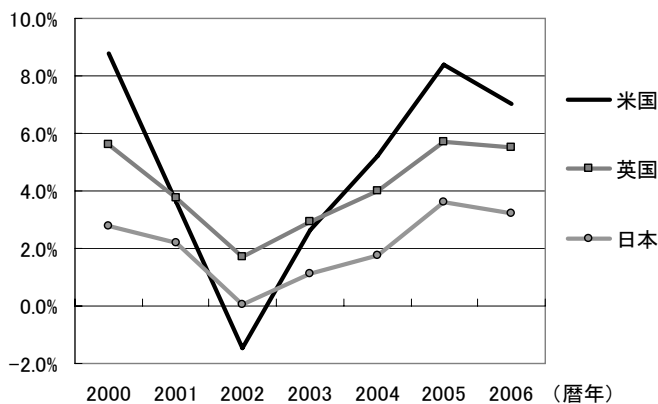
ピタル・ゲイン³によるリターンをベースに、他の条件が一定であると仮定して 2020 年までの家計金融資産残高の試算を行った結果である。現状でのリターン水準が維持された場合、金融資産残高は 2013 年にピークを迎え、その後は高齢化の進展と共に減少へと向かうことになる。一方、リターンが 1%向上した場合、ピークは 2017 年まで先延ばしされる。そして、2%向上した場合には、2020 年以降も増加が続くと試算される。家計の金融資産に占める投資資産の割合の高い米国、英国において、わが国と比べてもより高いリターンが達成されていることに鑑みれば（図表 4）、投資を促進していくことの重要性は、日増しに高まっているといえよう。

図表 3 家計金融資産残高の試算



(注) 図表 1 における貯蓄率を前提として、年率でのキャピタル・ゲインが 1.46%の状態が続くとして試算。
 (出所) 内閣府『国民経済計算』、国立社会保障・人口問題研究所統計、日本銀行『資金循環統計』等より野村資本市場研究所推計

図表 4 米英日における家計金融資産の収益率



(注) 3年間の移動平均。利子収入、配当収入、株式のキャピタル・ゲイン等をベースに計算。
 (出所) 内閣府、米国商務省、日本銀行、英国統計局、ブルームバーグより野村資本市場研究所推計

³ 2003～2007年中における家計金融資産のキャピタル・ゲインは年率 1.46%であった。

以下で述べるように、2007年中の資金の流れを見ると、この「貯蓄から投資へ」の流れは、継続している。しかし、とりわけ10月以降は、金融商品取引法の施行に伴い一部の地域金融機関における投資信託販売が大幅に減速したことや、個人向け国債の発行額の低下に伴い、投資資産への資金フローが縮小していることなど、投資に向けた動きが減速する局面が足元では観察されている。本稿では、2007年中の個別の金融資産における資金のフローをベースに、投資資産に焦点を当てた現状分析を行う。

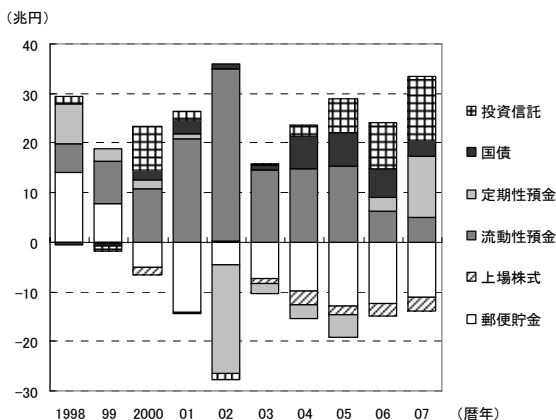
Ⅱ 2007年中の個別の金融資産動向

1. 個別の金融資産における資金純流入

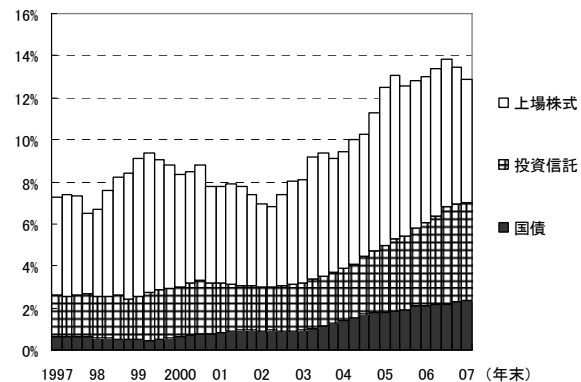
図表5は、暦年ベースで見た個別の金融資産における資金純流入の動向である。

2007年中における投資資産への資金純流入を見ると、投資信託への純流入は12.7兆円と、過去10年間で最大の水準となった。特に2007年4～6月中の純流入額が5.9兆円と、四半期ベースでは史上最高の水準となったことが寄与している（過去2番目に多かったのは1987年第4～6月期の4.1兆円⁴）。国債への資金純流入も、個人向け国債の07年7月債が2兆円近い発行額となったことを受けて、3.1兆円を記録した。一方で、上場株式への投資は純流出（2.7兆円）が続いている。以上の3項目を「投資資産」としてみると、一年間で13.1兆円が投資資産へと流入したことになる。金融資産に占める投資資産の割合は12.8%となり、近年で最も低かった2003年3月期（6.8%）から2倍弱に増加した（図表6）。

図表5 金融資産別資金純流入（暦年ベース）



図表6 金融資産に占める投資資産の割合



（出所）日本銀行『資金循環統計』及びゆうちょ銀行公表統計より野村資本市場研究所作成

⁴ 旧資金循環統計（68SNAベース）に基づく。

これらの投資資産への流入の対極にあるのは、2005 年以降年間 10 兆円超のペースで継続している郵便貯金からの資金純流出である。2007 年中の純流出額は 10.4 兆円であった。もともと、その流出規模は郵政民営化が行われた 2007 年 10 月以降は縮小しつつあり（図表 7）、今後、投資資産への資金の流れがその影響を受けるかが注視されよう。

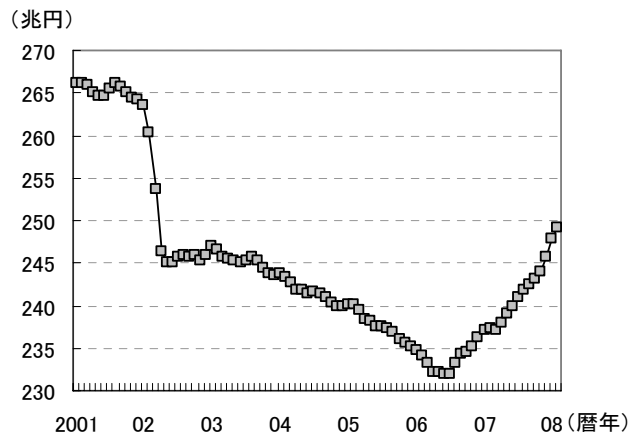
以上の資金フローに加えて、2007 年以降顕著になりつつあるのは、銀行の定期性預金⁵への資金純流入である。2006 年 7 月のゼロ金利政策の解除以降、家計の保有する定期性預金は従来続いていた流出から、純流入へと転じた。2007 年中の純流入額は 11.6 兆円となり、年ベースの流入額としては過去 10 年で最大となっている。残高では、定期性預金を対象とするペイオフが部分解禁された 2002 年頃の水準まで回復してきている（図表 8）。

図表 7 郵便貯金残高の対前年同月末増減



(出所) ゆうちょ銀行公表資料、旧日本郵政公社公表資料より野村資本市場研究所作成

図表 8 個人が保有する定期性預金の残高



(注) 国内銀行及び信用金庫の合計。直近は 08 年 2 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

⁵ ゆうちょ銀行を除く。

2. 進む外貨建て資産への投資

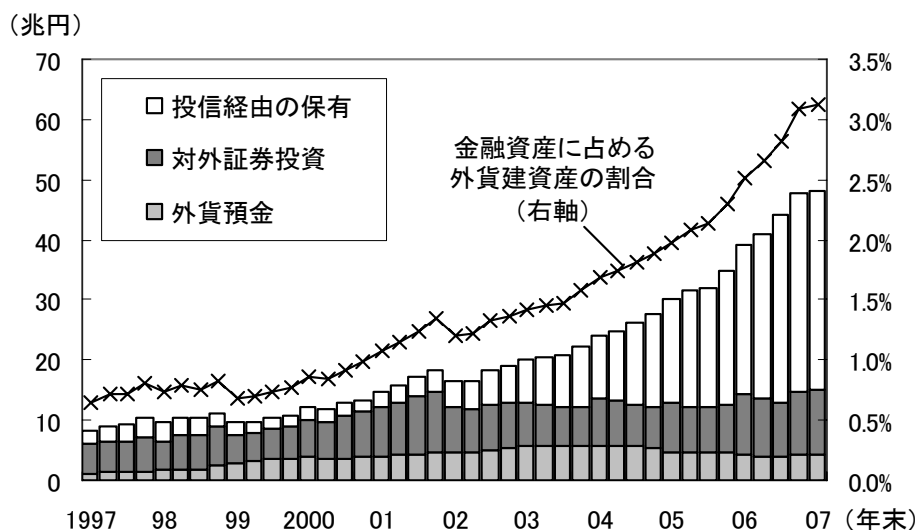
投資信託への投資拡大を受けて、着実に増加しつつあるのが、家計の外貨建て資産へのエクスポージャーである。家計の保有する外貨建て資産の残高は、2007年末時点で48.2兆円となり、金融資産に占める割合は3.2%と過去最高の水準となった（図表9）。従来、外貨建て資産の保有形態は、主に対外証券投資（外国籍の投資信託等）及び外貨預金が中心であったが、近年の投資信託市場の拡大の中で、投資信託経由での保有が、全体の7割以上を占めるに至っている。

投資信託経由で保有される外貨建て資産の内訳を見ると、従来から債券がその大部分を占めてきた中、2007年中は株式の残高が84%増加し、外貨建て資産全体の27%を占めるようになった（図表10）。その背景には、国際株式型ファンドの残高⁶が2006年末の5.4兆円から07年末に9.8兆円へと増加したことに加えて、バランス・ファンドを通じた外国株式への投資が拡大していることが考えられる。

また、通貨別の構成を見ると、米ドル建て資産の占める割合が減少し、豪ドル及び「その他」の通貨建て資産の占める割合が増加している（図表11）。高金利通貨を運用対象とするファンドの拡大に加えて、インド及びブラジルといった新興国市場ファンドへの投資拡大などが、その背景として挙げられよう。

このように、投資信託を通じた外貨建て資産の取得が進む中、投資信託商品の多様化に伴って運用対象は広がりを見せている。単純化すると、従来は米ドル建て・債券偏重であった投資信託経由の外貨建て資産保有は、通貨分散を行い、株式への比重を高める方向へと移行しつつある。

図表9 家計の保有する外貨建て資産の残高推移

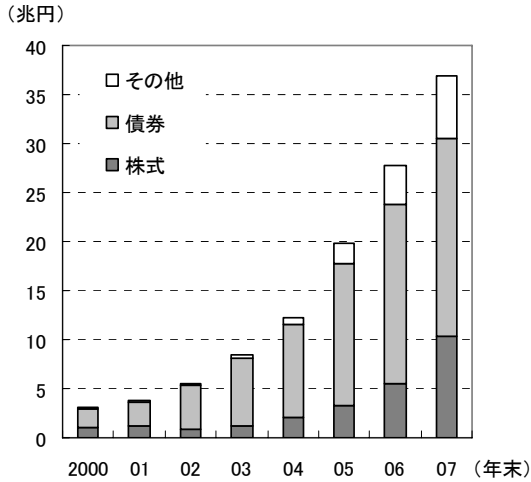


(注) 投信経由の保有については、公募投資信託に占める外貨建て資産運用額をベースに推計。

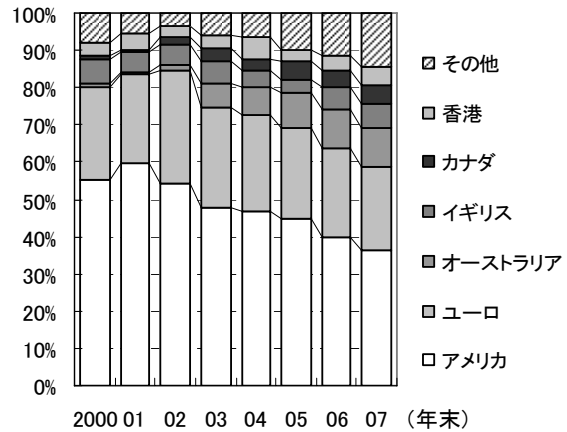
(出所) 日本銀行『資金循環統計』、投資信託協会資料より野村資本市場研究所推計

⁶ 投資信託協会による、追加型株式投資信託国際株式型の残高。

図表 10 公募投信の外貨建て資産内訳



図表 11 外貨建て資産の通貨構成



(注) その他には MBS、預金等が含まれるが、
 投信が直接保有する不動産は一部株式に含まれる。
 (出所) 両図表共に投資信託協会資料より野村資本市場研究所作成

III 2007 年 10 月以降に見られた潮流変化

投資信託への流入に表されるように 2007 年中、家計における投資は残高面においても、投資対象の面においても、拡がりを見せている点が指摘される。しかし、とりわけ 10 月以降は、株価の低迷に加えて、金融商品取引法（以下、金商法）の施行及び個人向け国債の発行額低下が、その流れに歯止めをかける形となった。

1. 金融商品取引法の施行による銀行投信窓販への影響

2007 年 9 月 30 日より施行された金商法を受けて、投資信託を中心とする投資資産の販売には、ブレーキがかかる形となった。金商法により、顧客に対する説明義務においては、契約締結前に説明を行う交付書類において、記載すべき事項が具体的かつ詳細に定められ、顧客の適切な理解が得られるまで易しくかつ丁寧な説明を行うことが求められた⁷。このような制度面の変化に対応し、金融機関では従来は大半が口頭のやりとりであった説明内容も、書面を用いた説明へと置き換えられ、適合性を判断するために、インタビューシート等を改めて導入するなどといった対応が求められた。結果として、地域金融機関においてはこれらの対応に不慣れであったことも重なり、2007 年 10 月以降の投信販売は大きく落ち込んだ。

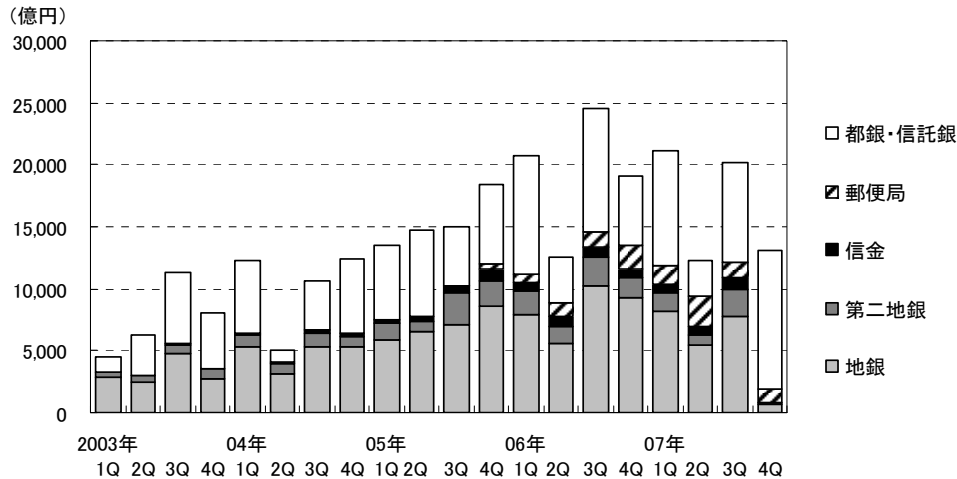
図表 12 は、各窓販チャネルにおける投信販売額（四半期、ネットベース）を推計した

⁷ 詳しくは、小立敬「金融商品取引法が銀行に与える規制上の影響」『資本市場クォーターリー』2007 年春号を参照。

ものである。推計に基づく、07年第4四半期中において、都銀・信託銀による販売は概ね同水準を維持している一方、地銀、第二地銀、信金では、販売が急激に減少している。その主な要因は、平均して2時間程度と従来の倍近い長さとなった商品説明の所要時間⁸や、適合性の原則に関する法解釈を巡る不安⁹などであったと見られている。

また、販売されている商品の傾向にも変化が見られ始めている（図表13）。2005年以

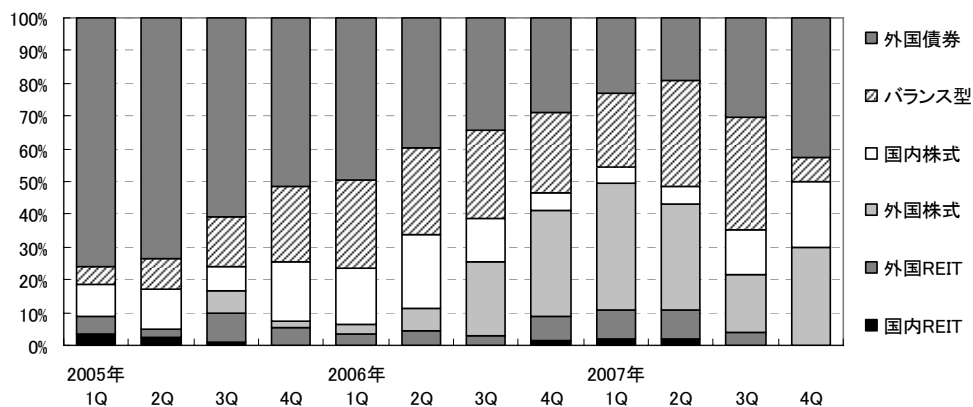
図表12 窓販チャネルにおける投信純流入額（四半期ベース）



（注） ニッキン投信年金情報における業態別投信窓販残高をベースに、独自に株式及び為替による変動分を控除し、純流入額を推計。サンプルは基本的に公募ベースだが、一部私募も含まれるため、投資信託協会による統計とは一致しない。

（出所） ニッキン投信年金情報等より野村資本市場研究所作成

図表13 窓販チャネルにおける運用タイプ別投信販売シェア



（注） 銀行及び保険における、販売額上位30ファンドを独自に分類したもの。

（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

⁸ 「投信販売急激に鈍化——銀行の窓販、監視委「集中検査」入り、金商法の順守体制点検。」2007/11/08 朝刊『日本経済新聞』

⁹ 「金融商品取引法、施行から1ヵ月半—「禁止規定」銀行揺さぶる（法務インサイド）」2007/11/19 朝刊『日本経済新聞』

降、窓販チャンネルでは、外国債券型からバランス型及び外国株式型への商品選好のシフトが観察されてきた。しかし、金商法施行直前の07年第3四半期においては、再び外国債券型のファンドがシェアを取り戻しており、第4四半期においてはその傾向は更に強まっている。この変化の理由として、10月からの制度移行に備え、各金融機関が予め金商法に対応した手法での販売を行った結果、多資産により構成されるため説明に時間を要するバランス型が敬遠され、比較的説明が容易と見られた外国債券型の販売が進んだ、といった背景も考えられよう。このような事態は、金商法の理念に照らせば、本来分散投資を啓蒙していくべき立場にある金融サービス産業として本末転倒であり¹⁰、早期の是正が期待されよう。

2005年以降、都銀・信託銀が変額年金の販売に注力する中、地域金融機関はわが国における投信販売の中心的な販売主体として台頭してきた。都銀・信託銀において金商法施行の販売額への影響が比較的軽微であったことに鑑みれば、今後、販売手法の習熟と共に、販売額は回復してくるものと期待されよう。もっとも、その復活後の姿として、従来とは異なる商品選好が生まれることや、販売力における地域金融機関の間での格差がより明確化することも考えられよう。

2. 減少する個人向け国債の発行額

個人向け国債の発行額は、近年の個人による債券保有の動きを事実上決定してきた。同国債の発行開始時から2007年10月発行時までの累計発行額は28.6兆円であったのに対し、同期間における家計の国債への純流入額は23.4兆円となっている¹¹。同期間中、個人向け国債は、家計金融資産に対して年率0.4%の投資資産へのシフトをもたらしてきた計算になる。

このように、個人向け国債は「貯蓄から投資へ」の動きの一部を担ってきた中、2007年下半期に入ってから、個人向け国債の発行額が減少しつつある。2007年10月債の発行額合計は発行が開始された2003年以来の1兆円割れとなり、更に2008年1月債の販売額合計は5,511億円へと縮小した(図表14)。

発行額が急減した主要な背景は、利回りの低下であったとされる¹²。発行額がより大きい5年固定型における2008年1月債の利回りは0.94%となり、06~07年中の2年間、1%超の利回りを提供し続けてきた中、相対的な魅力低下として受け止められたと思われる。財務省「国債トップリテラー会議」での出席者による発言¹³では、顧客開拓における行き詰まりに加えて、低い金利水準が招きうる発行額の減少への懸念も出ている。

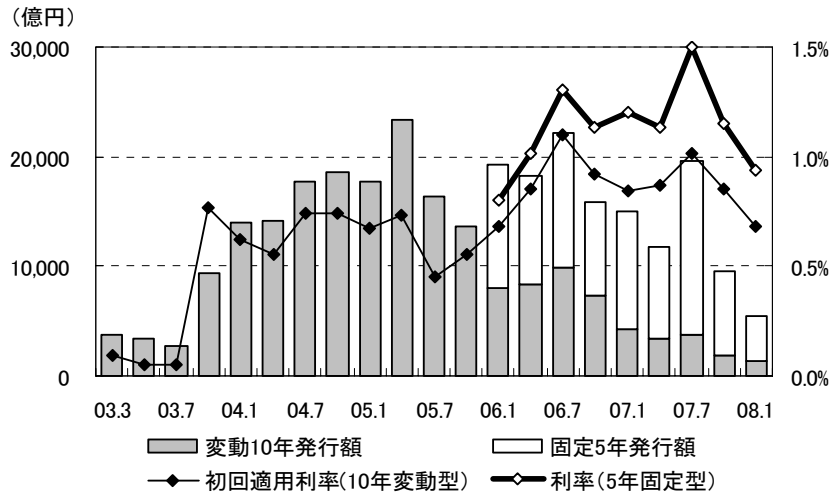
¹⁰ 「08年金融トップ戦略を聞く(3)野村アセット社長柴田拓美氏。」2008/1/10朝刊『日本経済新聞』

¹¹ 純流入額は日本銀行資金循環統計ベース。なお、その他の要因としては国債の売却の他、個人向け国債の中途換金などが挙げられる。

¹² 「個人向け国債、販売額、最低に、1月発行分金利低下で、07年度は計画割れ。」2008/01/12朝刊『日本経済新聞』

¹³ 国債トップリテラー会議(第2回、2007年9月3日開催)議事要旨より。

図表 14 個人向け国債の発行額及び利回り推移



(出所) 財務省資料より野村資本市場研究所作成

このような批判はあるものの、個人向け国債は、預金からのシフトを行いやすく、同程度の満期を持つ大口定期預金と比較しても有利な利回りを提供している状況は変わっていない。更なる商品の認知に向けた取り組みが求められよう。

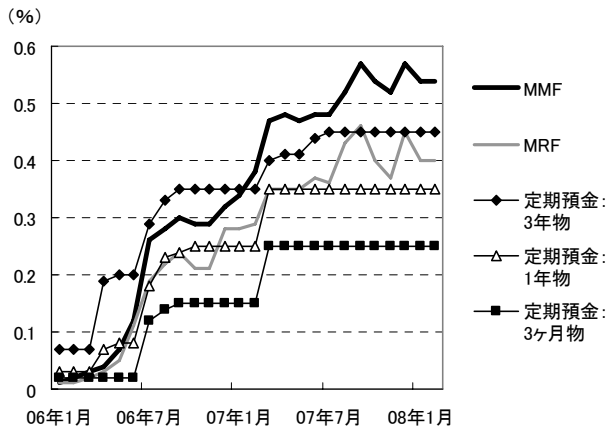
IV カギとなる家計資産の利回りへの感応度

以上に見てきたように、2007年中において、「貯蓄から投資へ」の流れは継続していた。特に、投資信託を中心とした外貨建て資産の保有においては、総じて分散投資に向けた動きが強調された形となった。

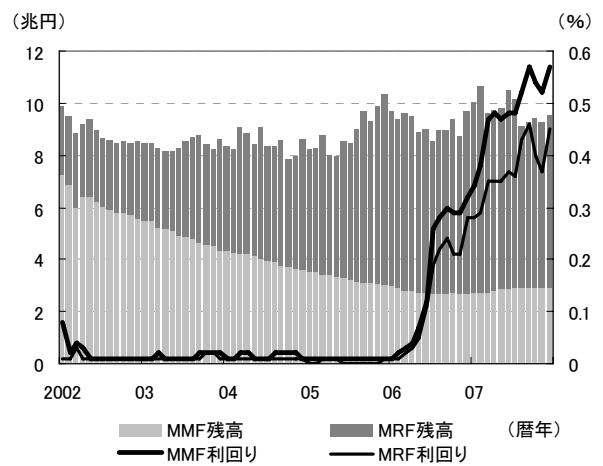
もともと、足元においては、地域金融機関における投信販売の低迷と、個人向け国債の販売額の低下により、過去に「貯蓄から投資へ」の流れを牽引してきた二大商品の勢いは軟弱化している。同傾向が続けば、郵便貯金からの流出資金が、資金流入の続く銀行の定期性預金へと移転するに留まり、従来見られてきた「貯蓄から投資へ」の流れが、定期性預金の預け替えに終わる可能性も考えられる。同様の状態が続けば、リターンの中長期的な低迷に伴い、向こう数年内に家計金融資産が減少局面に入ることも大いに考えられよう。

そのような中、身近な投資の有用性を訴えるためのツールとしては、MMF及びMRFの活用が一つのカギとなることが望まれる。2006年以来、これらの商品の、預金に対する相対的な利回りの優位性は継続している。MMF及びMRFの利回りはそれぞれ3年物定期預金、1年物定期預金を上回る水準にあり(図表15)、短期で換金できる利便性に鑑みれば、相対的に有利な状態が継続している。しかしながら、その残高を見ると(図表16)、目立った資金流入は見られていない。

図表 15 各種金融商品の利回り推移



図表 16 MMF、MRFの純資産残高及び利回りの推移



(注) MMF及びMRFの利回りは野村証券によるもの。
 (出所) 日本銀行統計、投資信託協会資料等より野村資本市場研究所作成

このような、利回り面での優位性は、証券口座におけるクレジットカード決済等のスキームの活用を促すこと等により、広報していくことが可能である¹⁴。個人の投資が生みうる利回りを粘り強く訴え、その発展形としてよりリスクを取った運用へと誘導していくことは、金融サービス産業の今後を見越す上でも、引き続き重要といえよう。

¹⁴ 米国では、証券総合口座 (CMA) が、決済性および与信機能等を高めた商品として、進化を続けている。そのような中、メリルリンチなどでは個人向けに加えて、中小企業、非営利法人向けのクレジットカードを提供している。詳細は沼田優子「進化し続ける米国の証券総合口座 カード編」『資本市場クォーターリー』2008年春号参照。