

個人金融資産動向：2009 年第 1、2 四半期

服部 孝洋

■ 要 約 ■

1. 日本銀行『資金循環統計』によれば、2009 年 3 月末の個人金融資産残高は、1,410 兆 4,430 億円となり、2004 年第 1 四半期以来の低水準となった。その原因は、株価の下落により、株式・出資金で 8.0 兆円の評価損を計上したことにある。
2. 2009 年第 1 四半期における各金融資産の資金純流出入をみると、郵便貯金の資金純流出が縮小し、定期性預金への流入が継続した。また、投資信託は 2004 年以來の流出を計上する一方、上場株式では評価損を計上しながらも、資金流入があった。
3. 2009 年第 2 四半期の個人金融資産に関する話題としては、以下の三点が挙げられる。第一に、投資信託では、ブラジル・リアルなど複数の通貨建てで運用するハイ・イールド債投信と中国を中心とした新興国株式で運用する投信が資金流入を伸ばしている。
4. 第二に、個人向け社債の発行額が増加している。この背景として、機関投資家のリスク許容度の低下により企業の資金調達が困難になる中で、低金利に直面している個人の運用ニーズと発行体の資金調達ニーズがマッチしたことが考えられる。
5. 第三に、変額年金の新規契約額が減少している一方で、定額年金の新規契約額は増加している。生命保険会社にとっては、運用成績の悪化によって変額年金の元本保証に関わる負担が重くなっており、新規販売を停止する生命保険会社も増加している。また、金融危機の影響で個人が安全性の高い商品を求めていることも、変額年金の不振・定額年金の好調の要因と考えられる。

I. 日銀『資金循環統計』に見る 2009 年第 1 四半期の動向

1. 2004 年以來の低水準となった個人金融資産残高

2009 年 6 月 17 日に発表された日本銀行『資金循環統計』によれば、2009 年 3 月末の個人金融資産残高は、1,410 兆 4,430 億円（前年同期比 3.7%減、前期比 1.2%減）となり、2004 年第 1 四半期以來の低水準となった。第 1 四半期中の残高変化を資金純流入と評価損益に

分解すると、資金純流出は 8.7 兆円であった一方で、評価損は 8.1 兆円となった。そのうち、株式・出資金が 8.0 兆円と、評価損の大部分を占めた¹。

2. 個別金融資産の動向

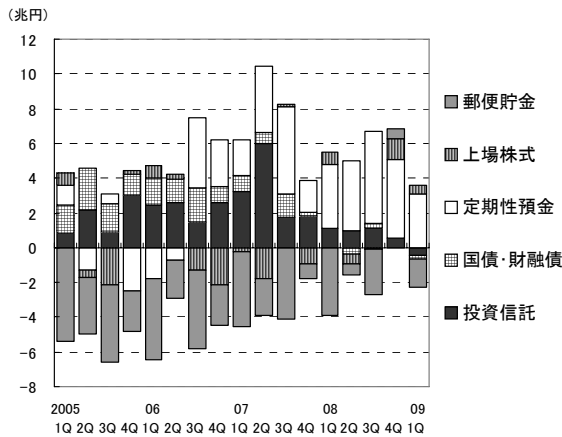
次に、各金融資産における資金純流入をみる（図表 1、2）。

郵便貯金は 2009 年第 1 四半期中、1.6 兆円の資金純流出となった。もともと、資金純流出の幅は縮小基調にある。2005 年以降、郵便貯金は年間 10~15 兆円規模の資金純流出を計上していたが、民営化以降、金利キャンペーンなどが活発化したことなどもあり²、2008 年度の流出は 4.3 兆円程度に留まった（図表 3）。

国内銀行（ゆうちょ銀行を除く）の定期性預金は、2009 年第 1 四半期中に 3.1 兆円の資金純流入を計上した。定期性預金への資金純流入は 11 四半期間連続しており、残高は継続して増加している（図表 4）。2008 年第 3 四半期までの定期性預金への資金純流入については、金利上昇が要因として挙げられるが、2008 年第 4 四半期以降は金利低下にも関わらず定期性預金への資金純流入が継続している。この要因としては、金融危機発生に伴う株式市場の急落を受け、安全性を求める個人が定期性預金に資産をシフトしていることが考えられる。

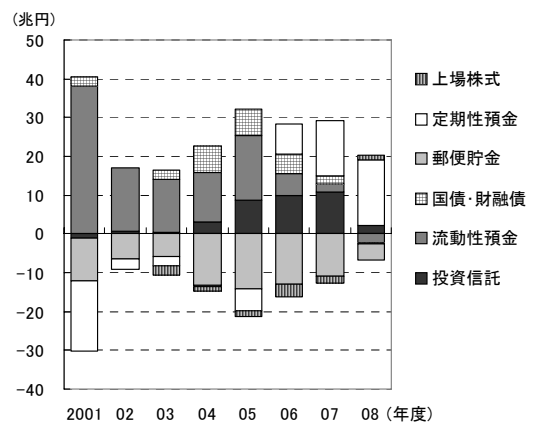
流動性預金は 2008 年度中³、2.3 兆円の資金純流出となり、1990 年度以来の資金純流出となった。流動性預金への資金純流入は、2002 年 4 月のペイオフの部分解禁以降⁴、減少

図表 1 金融資産別の資金純流入の推移
(四半期ベース)



(注) 流動性預金には季節性が存在するため、上図には含まれていない
(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

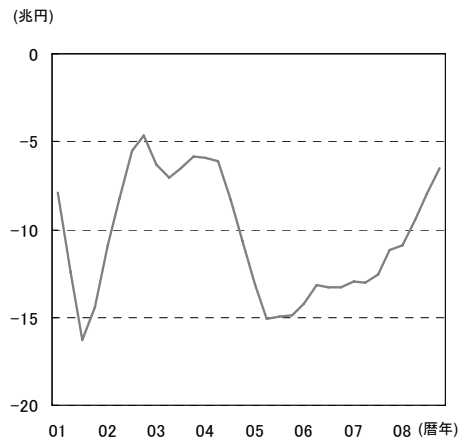
図表 2 金融資産別の資金純流入の推移
(年度ベース)



(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

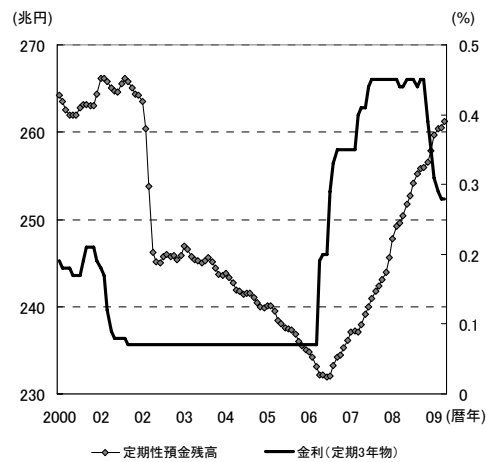
¹ 他の項目では、投信や国債、年金等で 1.1 兆円の評価損を計上し、対外証券投資で 1.0 兆円の評価益を計上した。
² 郵政民営化委員会議事録（平成 21 年 6 月 15 日分）より。
³ 流動性預金については季節変動が大きいため、年度ベースで見ている。

図表3 郵便貯金残高の対前年同期比増減
(四半期ベース)



(注) 民営化前後で振替貯金等の調整を行っている。
(出所) ゆうちょ銀行資料、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4 個人が保有する定期性預金の残高
(月ベース)



(注) 定期性預金残高は国内銀行及び信用金庫
の合計。直近は、2009年4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

傾向にあり、2008年度に資金純流出に転じたのは、この傾向の延長にあるものと言えよう。

国債は2009年第1四半期中、2,425億円の資金純流出となった。年度ベースでも、1999年度以来の資金純流出を計上した。その要因として、個人向け国債の利回り低下に伴う発行額の減少が挙げられる(図表5)。変動金利10年物の利回りは2003年以来の低水準である0.5%となり、固定金利5年物の利回りは発行以来最低水準である0.71%となっている。個人向け国債の利回りが低下したことを受けて、その発行額は、1月債、4月債がそれぞれ5,047億円、3,208億円に留まり、2007年10月以降、1兆円を割る状況が続いている。

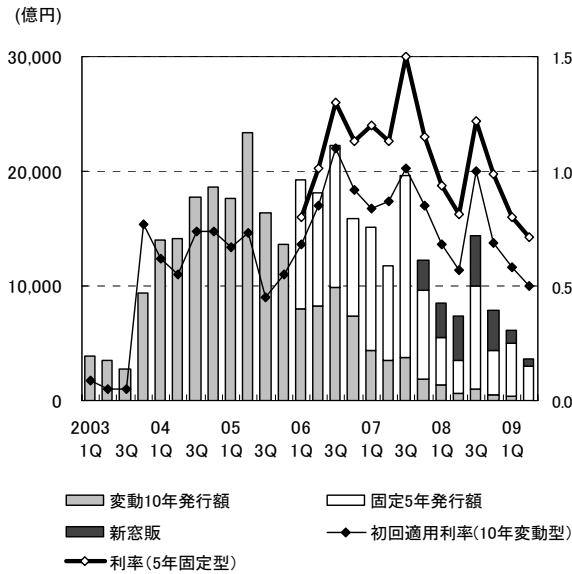
投資信託は2009年第1四半期中、4,302億円の資金純流出を計上し、19四半期連続していた資金純流入から資金純流出へと転じた(図表6)。同期間中の評価損益を見ても、1,788億円の評価損を計上しており、投資信託がフローとパフォーマンスの両面でマイナスになっていることがわかる。もっとも、2008年第4四半期の評価損11.4兆円と比べると2009年第1四半期の評価損は小規模に留まっており、パフォーマンス面では改善が見られる。

上場株式では、2009年第1四半期中、5,176億円の資金純流入を計上した。一方、株価下落で5.3兆円の評価損を計上しており、3四半期間で計上された評価損は合計33.5兆円となった。2008年度全体で見ると、上場株式は1.0兆円の資金流入を計上し、2002年度以来の資金純流入となった。このため、上場株式に占める個人の保有割合も増加しており、『株式分布状況調査』(ジャスダックを除く全国5証券取引所の上場企業を対象とする)によると、2008年度末の個人の上場株式保有割合は20.1%となり、4年ぶりに20%に達した。

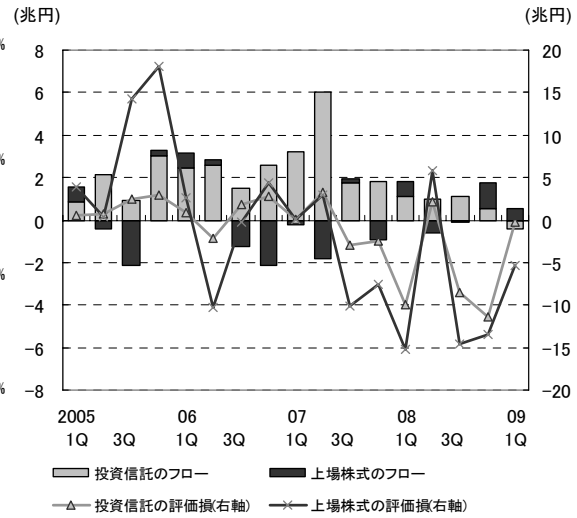
以上をまとめると、2009年第1四半期中は、郵便貯金からの資金純流出額が減少する中で、定期性預金への流入が継続するという2008年第4四半期と同様の傾向が見られる。他

⁴ ペイオフの部分解禁とは、定期性預金について元本1,000万円とその利子分のみ保証されることを指す。

図表5 個人向け国債の発行額及び利回りの推移
(四半期ベース)



図表6 投資信託及び上場株式の資金純流入と
評価損益の推移(四半期ベース)



(出所) 財務省資料より野村資本市場研究所作成

(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

方、投資信託では、これまでの継続的な資金純流入傾向が資金純流出へと転じた。もっとも、次節で述べるように、2009年第2四半期では投資信託への資金純流入傾向が見られる中で、第1四半期の傾向が一時的なものであるか、今後が注目される。

II. 新聞報道等に見る 2009 年第 2 四半期の話題

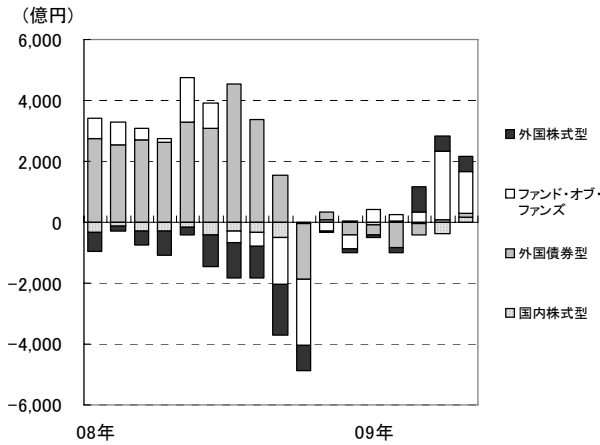
1. ハイ・イールド債投信、外国株式投信への資金流入

次に、2009年4月以降の個人金融資産における特徴的な動きを概観する。まず、ファンド・オブ・ファンズ型投資信託への資金純流入が拡大している(図表7)。2009年1~5月の間、ファンド・オブ・ファンズ型投資信託は4,575億円の資金純流入を計上している。これは主に、今年の1月以降、ブラジル・リアルなど複数の通貨建てで運用するハイ・イールド債投信⁵がファンド・オブ・ファンズ型投資信託として新規設定されており、その資金純流入が継続したことによる(図表8)。

また、外国株式型投資信託は2007年12月以来となる資金純流入を計上している。2009年3月以降、3期連続して資金流入しており、3~5月の合計で1,810億円の資金純流入となっている。とりわけ、中国を中心とした新興国株式で運用する投資信託の新規設定がなされ、資金純流入額を伸ばしている。

⁵ 高利回りの債券で運用するファンド。

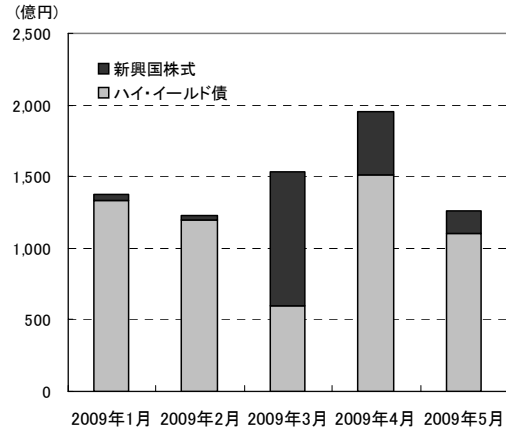
図表 7 株式投信（追加型）における資金純流入（月ベース）



(注) 外国債券型は、投資信託協会の分類におけるバランス型の毎月決算型、外国株式は国際株式型のデータを用いている。直近は5月中の値。

(出所) 投資信託協会統計より野村資本市場研究所作成

図表 8 ハイ・イールド債型、新興国株式型投信の資金純流入の推移（月ベース）



(注) 2009年1月以降に設定されたハイ・イールド債型投信、新興国株式型投信の資金純流入を基準価額と純資産残高から推計。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

これらのファンドは、主に証券会社チャネルによって販売されている。これとは対照的に、銀行窓販では2009年以降、投信販売が低迷していることが指摘されている⁶。特に、昨年9月以前に資金純流入の上位を占めていた毎月分配型の外国債券型投資信託は、昨年10月以降、純流出上位を占めるファンドへと転じており、足下でも流出基調にある⁷。

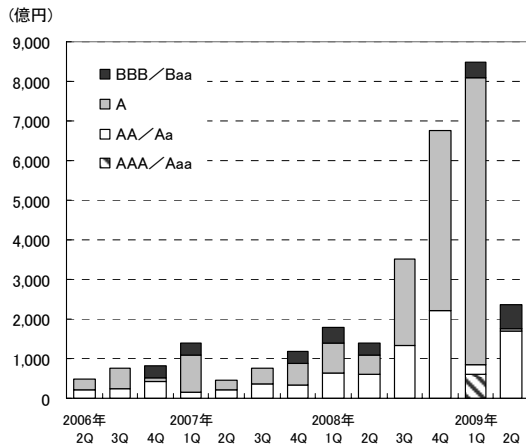
2. 個人向け社債の発行拡大

また、個人向け社債の発行額の増加も顕著である⁸（図表9）。2009年第1四半期には、A格を中心に8,000億円を超える個人向け社債が発行された。そのうち、金融機関の劣後債が7,030億円となっており、同期間に発行された個人向け社債の大部分を占めている。

個人向け社債の発行が増えていることの背景として、発行体の資金調達ニーズと低金利に直面する個人の運用ニーズがマッチしたことが考えられる。金融危機の影響で資本が毀損した金融機関を中心に、資本増強ニーズが高まった一方、運用成績の悪化した機関投資家のリスク許容度が低下し、企業の資金調達が困難になった。そのような環境下で、低金利に直面している個人が資金の出し手となっている。実際、定期性預金やMMFなどの利

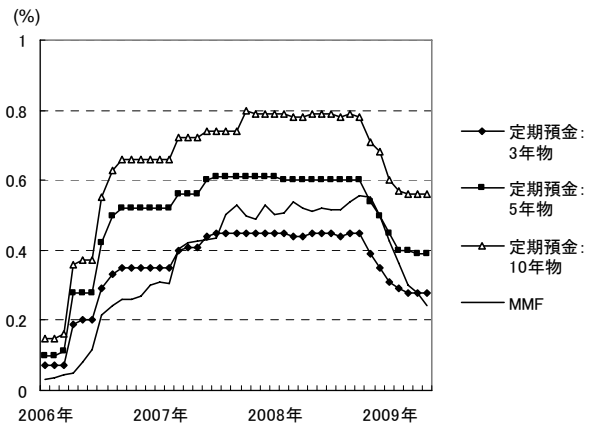
⁶ 「大手証券3社、投信販売3.2%増 1~3月、野村は株式投信6割増」『日経ヴェリタス』、2009年6月10日付け
⁷ 「投信流入額5月高水準 個人の解約に一服 リスク回避の流れ弱まる」『日本経済新聞』、2009年6月12日付け
⁸ 日本銀行『資金循環統計』において、個人向け社債（劣後債を含む）は、「事業債」として計上されているが、2009年第1四半期における家計部門の事業債は15億円の資金純流入となっている。一方、日本証券業協会発表の個人向け社債発行額は同期間中、8,480億円であった。資金循環統計では、発行登録のなされていない事業債（現物債）を家計保有分とみなしており、事業債発行総額と債券登録データの差額がその推計値として用いられている。しかし実際には、登録債には家計の保有分も含まれていると見られるため、過少推計となっていると考えられる。本稿では、個人向け社債の発行額として日本証券業協会のデータを用いる。

図表9 個人向け社債の発行額の推移
(四半期ベース)



(注) R&I格付けをベースとするが、発行体企業が同社の社格付けを取得していない場合には、JCR、S&P、ムーディーズという優先順位に従い、各債券の格付けを特定している。
(出所) 日本証券業協会統計より野村資本市場研究所作成

図表10 定期預金、MMFの利回りの推移
(月ベース)



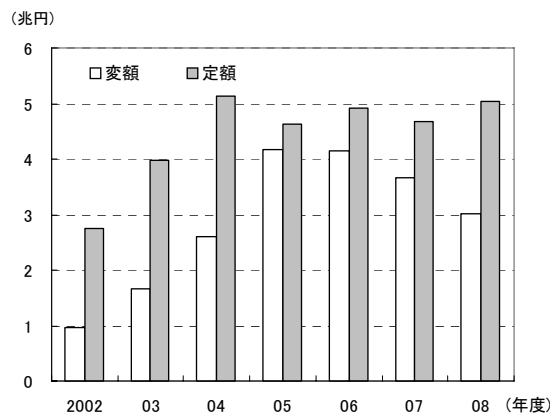
(注) 定期預金については、スーパー定期のうち預金金利が最低のもの金利。MMFについては各金融機関の単純平均。2009年5月末までの値。
(出所) 日本銀行統計等より野村資本市場研究所作成

回りが低水準に留まる中で(図表10)、個人向け社債にはそれを大きく上回る利回りが付されている。例えば、金融機関の劣後債は2~3%程度の利回りが付されており、事業会社の発行した個人向け社債の中には、5.1%の利回りが付されたものもあった⁹。

3. 変額年金から定額年金へのシフト

近年急拡大してきた個人年金では、変額年金の新規契約額が減少する一方で、最近では定額年金の新規契約額が増加している(図表11)。変額年金の新規契約額は、2005年に4

図表11 各種個人年金の新規契約額(年度ベース)



(出所) 生命保険協会統計より野村資本市場研究所作成

⁹ 「劣後債：個人向け、高利回りで人気 大手行、続々発行」『毎日新聞』、2009年6月7日付け、「個人マネーが世界経済の支え 危機の時代、官も民も資金調達ラッシュ」『日経ヴェリタス』、2009年6月7日付け

兆円超を計上したが、その後減少し、2008年度は前年度比17.9%減（3.0兆円）となっている。一方、2008年度における定額年金の新規契約額は前年度比7.8%増（5.0兆円）となっている。こうした傾向は銀行窓販で顕著に見られており、2008年度において、変額年金の新規契約額が前年度比16.2%減少した一方、定額年金は1.6倍の9,474億円へと拡大している¹⁰。

変額年金の販売額が減少している背景としては、生命保険会社にとって、金融危機の影響で運用成績が悪化していることにより、将来の年金支払いに備える責任準備金の繰り入れや再保険料負担が増加しており、変額年金の元本保証に関わる負担が重くなっていることが挙げられる。また、変額年金市場における厳しい競争環境の中で、販売額を伸ばすために、元本保証を付しながら運用期間を短くしたり、高利回り商品を投入していったことも、生命保険会社の負担を一層重いものとした。そのため、変額年金の新規販売の停止を表明する生命保険会社が相次ぎ、販売額が今後も減少傾向をたどると見られている¹¹。

このような生命保険会社の事情に加え、金融危機の影響で個人が安全性の高い商品を探求していることも、定額年金の販売が伸びている要因と考えられる。実際、定額年金の新規契約額は増加しており、今後個人年金において定額年金のプレゼンスが高まっていくと思われる¹²。

¹⁰ 「定額、1兆円に迫る」『ニッキン』、2009年6月12日付け

¹¹ 「生保各社 一部変額年金の負担急増 責準備り入れや再保険が3倍」『ニッキン』、2009年6月12日付け、「激震変額年金 相次ぐ撤退一過当競争に危機重なる」『日本経済新聞』、2009年6月18日付け

¹² 「定額年金 販売伸びる」『日本経済新聞』、2009年5月27日付け