

ペイオフ凍結解除前後の個人金融資産動向

1年後に延期された決済性預金を除き、2002年4月1日にペイオフの凍結が解除された。定期性預金からの流出は予想されたことではあるが、その資金移動先は予想以上に要求払預金へ集中した。1年後のペイオフ凍結全面解除に向けて、個人の金融資産がどのような動きを見せるかは今のところ不透明ではあるが、今後注目されるであろう金融商品の最近の動向をレポートする。

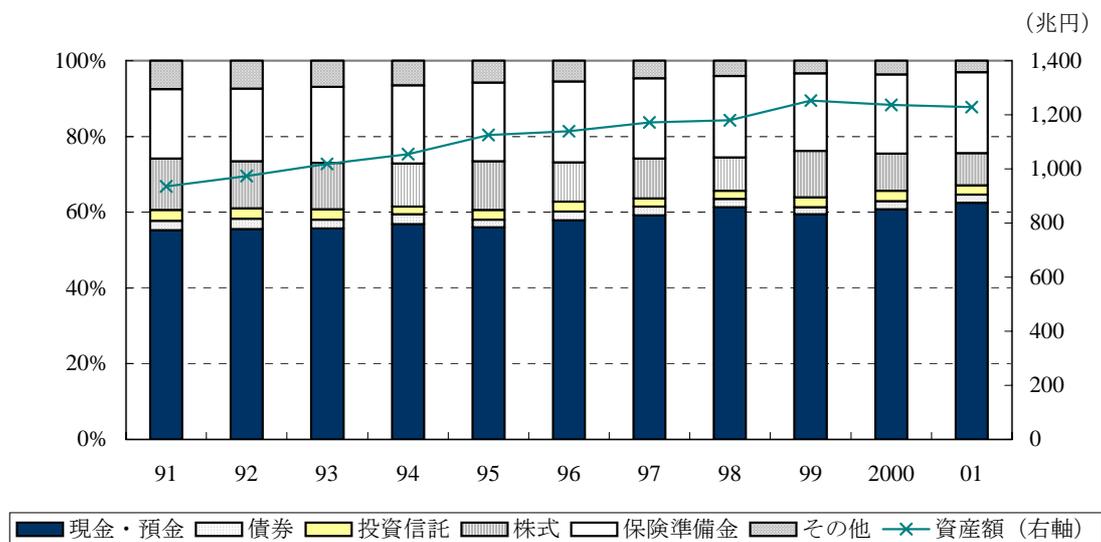
1. わが国の個人金融資産の特徴

家計における貯蓄率が高いことは、わが国の特徴の一つであるが、その運用先が預貯金に偏っていることも特徴の一つである。なぜ預貯金に偏重しているかについては、「高齢化が進展している」、「不動産の所有をリスク資産としてカウントすれば米国等とリスク資産の保有比率に大きな違いはない」、「横並び意識の強い国民性」、など様々な説があるが、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2001年の結果によれば、金融商品の選択の際に最も重視している項目は「元本保証の有無」が最も多く34.5%を占めており、このことが預貯金偏重を導出していることが分かる。

資金循環勘定によれば、2002年3月末現在1,417兆円ある個人金融資産残高のうち預貯金は767兆円に達し、全資産に占める比率は54.1%である。この1,417兆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。そこで、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、預貯金への配分比率は62.4%になる¹（図表1）。

¹ 「年金準備金」、「預け金」、「未収・未払金」を除いたベースの個人金融資産残高は1,229兆円。

図表1 個人の金融資産保有状況（各年度末）



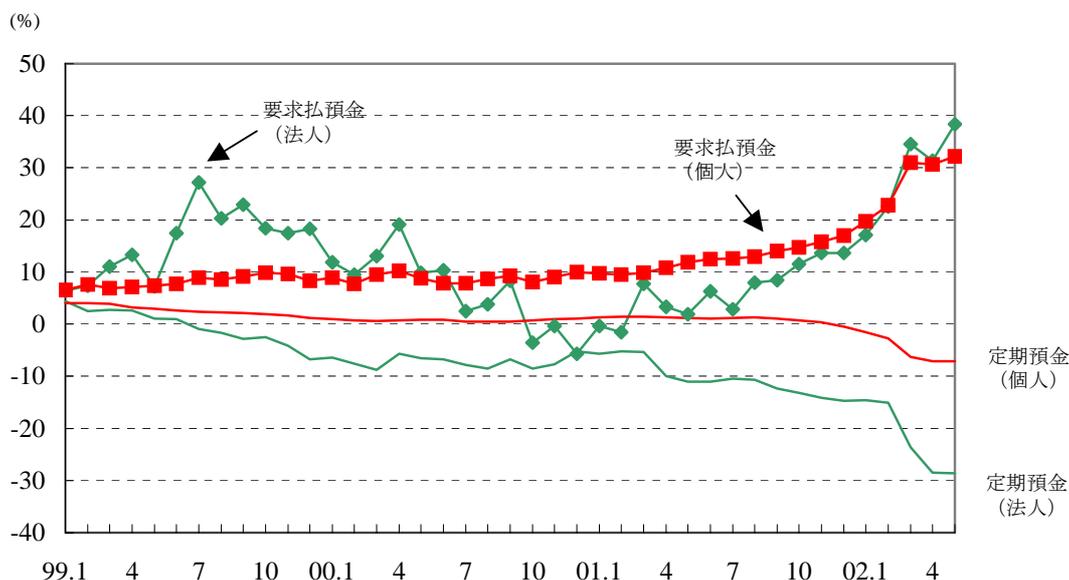
(注) 「年金準備金」、「預け金」、「未収・未払金」を除くベース
 (出所) 日本銀行「資金循環勘定」より野村総合研究所作成

2. ペイオフ凍結解除を受けて

1996年6月に講じられた特例措置によって、いわゆるペイオフが凍結され、銀行等に預入された預金は全額保護されていたが、2002年4月1日に決済性預金を除いてペイオフ凍結が解除された。ペイオフ凍結解除（以下、ペイオフ解禁）を前にして、法人資金が早くから資金移動を活発化させていたのに対し、個人資金は直前まで静観の様相を呈していた。

マネーサプライ統計を見ると、定期性預金の残高が前年比マイナスに転じたのは2001年12月であり、直前になって資金移動が生じたことが分かる（図表2）。個人の定期性預金への預入額は法人資金の3倍以上の規模であるため、その減少は前年比で見ると小さく見えても実額では大きく、2001年12月末から2002年3月末までの3ヶ月間における資金流出額は法人資金の15.9兆円を上回る16.1兆円に達した。

図表2 マネーサプライ統計からみた預金の動き



(出所) 日本銀行「マネーサプライ」より野村総合研究所作成

1) 要求払預金へのシフト

ペイオフ解禁に伴う資金移動は、大方の予想通り定期性預金からの資金流出であった。2002年3月末までの半年間で国内銀行²の個人の定期性預金から流出した資金は13.7兆円にのぼった。このうち、預金総額が1,000万円以上の預金者層からの資金流出が13.0兆円であった。

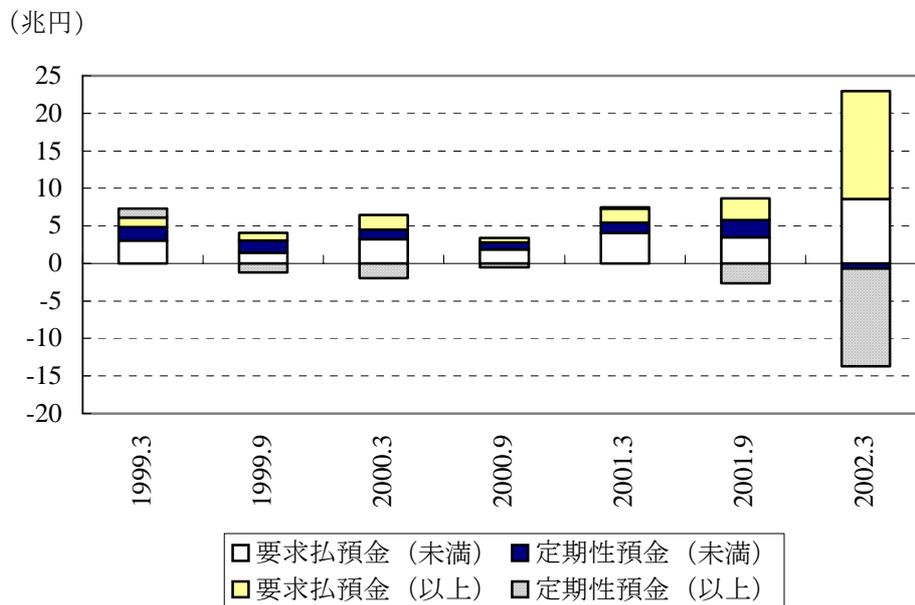
一方、その定期性預金からの資金の流出先は分散せず、要求払預金へ集中する形となった。同期間の要求払預金への流入額は22.9兆円、うち預金総額1,000万円以上の預金者層における流入額は14.4兆円となっており、要求払預金が定期性預金から流出した資金の受け皿となったことが分かる。

また、預金総額が300万円以上1,000万円未満の層において口座数が増えており、預金総額1,000万円以上の保有者が銀行の分散を図ることによって各銀行への預金総額を1,000万円以下におさえる行動をとったことがうかがえる。

歴史的な低金利に加え、市場性商品の期待収益率も低い金融環境の中で、「とりあえず」全額保護される要求払預金へ資金を移動し、次なる投資先を模索している資金が多いと思われる。

² 都市銀行、地方銀行、第二地銀、長期信用銀行、信託銀行。

図表3 国内銀行の金融階層別資金動向
(半年間の流出入額)



(注) 預金総額が1,000万円未満は“未満”と表示。1,000万円以上は“以上”と表示。
(出所) 日本銀行「預金者別預金(金額階層別)」より野村総合研究所作成

2) 銀行の選別も始まる

要求払預金へ資金が集中していることは先述した通りであるが、単に同じ銀行内での資金の預け替えにとどまらず、銀行間での移動も生じているようである。ここ半年間の要求払預金への流入額と定期性預金からの流出額の差額を見ると、都市銀行はプラス5兆円であるのに対し、地方銀行はプラス2兆円、第二地銀はマイナス904億円と銀行間においても差が生じており、都市銀行への資金シフトが顕著である(図表4)。

来年のペイオフ全面解禁に向けて、金融機関の選別は一層厳しくなることが予想される。

図表 4 銀行形態別預金動向

(億円)

	都市銀行				地方銀行				第二地銀			
	預金総額 1,000万円未満		預金総額 1,000万円以上		預金総額 1,000万円未満		預金総額 1,000万円以上		預金総額 1,000万円未満		預金総額 1,000万円以上	
	要求払	定期性	要求払	定期性	要求払	定期性	要求払	定期性	要求払	定期性	要求払	定期性
1999.3	8,393	-12,073	5,808	-2,602	13,436	5,489	4,974	1,440	7,675	9,915	1,548	5,319
1999.9	9,019	3,510	7,826	-9,001	4,814	7,401	2,461	-1,662	-448	-7,292	86	-6,732
2000.3	13,892	-138	11,551	-14,385	14,106	6,436	6,274	-4,802	3,107	-1,792	1,355	-3,962
2000.9	9,119	-2,405	3,519	-3,855	9,095	16,211	2,086	1,110	-335	-10,272	-175	-6,193
2001.3	16,508	-2,564	9,740	4,226	18,461	7,924	6,972	-5,635	4,946	-1,008	1,826	-2,231
2001.9	15,816	4,559	17,842	-17,569	13,873	5,938	8,173	-9,719	3,631	2,649	1,587	-3,007
2002.3	37,787	-5,868	81,228	-62,985	34,471	-8,156	41,481	-46,791	8,606	-5,575	13,675	-17,610

(出所) 日本銀行「預金者別預金 (金額階層別)」より野村総合研究所作成

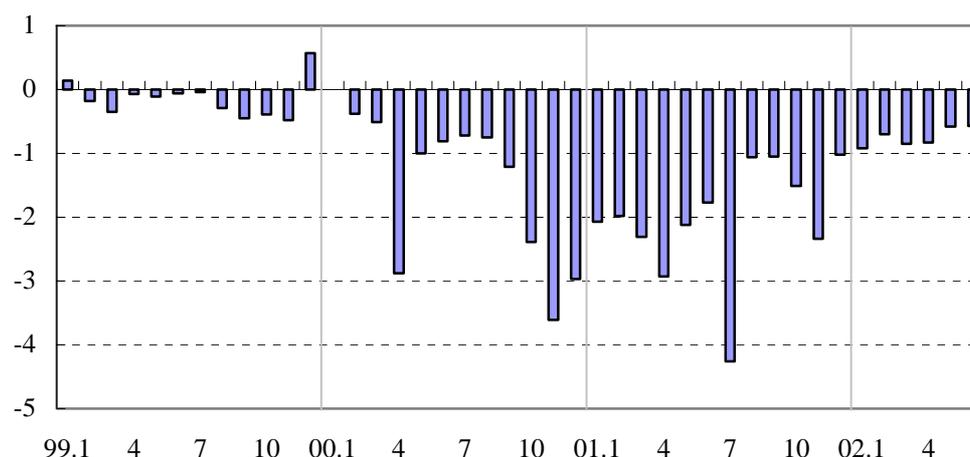
3. その他金融資産の動向

1) 郵貯定額貯金からの資金流出

10年前の高金利期に預入された郵貯定額貯金が満期を迎え、その解約のため、2000年から2001年にかけて定額貯金から多額の資金が流出していたが、2002年に入り、流出は続いているものの落ち着きを見せつつある(図表5)。

図表 5 定額貯金の純流入額の推移

(兆円)



(出所) 郵政事業庁の資料より野村総合研究所作成

■ 資本市場クォーターリー 2002 年 夏

2000 年 4 月から 2001 年 12 月までの定額貯金の払戻額は 94 兆 7,796 億円であり、そのうち利子課税金額や預入限度額（1,000 万円）のために再預入できない額を差し引いた再預入対象勧奨金額は 72 兆 2,865 億円とされる。この中から郵貯に再預入された額は 58 兆 1,243 億円に達し、再預入率は 80%という高い数値を示した。とはいえ、30 兆円近い巨額の資金が郵貯以外に流れたことになる。これらは、大半が銀行等の普通預金に向かい、残りは現金での保有、投資信託、国債の購入に振り向けられたものと推察される。

図表 6 郵貯定額貯金の再預入状況

(単位：億円)

	満期定額貯金の払戻額	再預入対象勧奨金額	郵貯への再預入額	郵貯への再預入額		郵貯以外に流れた資金
				定額・定期貯金	通常貯金	
2000.04	66,351	50,567	43,791 (86.6)	35,700 (70.6)	8,091	17,528
2000.05	21,222	16,169	11,302 (69.9)	11,302 (69.9)	n.a.	8,310
2000.06	20,393	15,536	10,518 (67.7)	10,518 (67.7)	n.a.	8,328
2000.07	20,802	15,851	11,175 (70.5)	11,175 (70.5)	n.a.	8,049
2000.08	15,610	11,891	8,585 (72.2)	7,967 (67.0)	618	5,841
2000.09	24,047	18,380	13,932 (75.8)	12,829 (69.8)	1,103	8,291
2000.10	52,719	40,228	33,349 (82.9)	29,246 (72.7)	4,103	15,371
2000.11	79,865	60,926	52,274 (85.8)	44,232 (72.6)	8,042	21,533
2000.12	84,379	64,351	56,873 (88.4)	48,122 (74.8)	8,751	21,106
2001.01	57,265	43,683	34,385 (78.7)	32,552 (74.5)	1,833	18,538
2001.02	45,668	34,827	27,542 (79.1)	25,301 (72.6)	2,241	14,662
2001.03	46,385	35,368	26,099 (73.8)	24,438 (69.1)	1,661	16,767
2001.04	67,387	51,515	45,023 (87.4)	37,114 (72.0)	7,909	17,270
2001.05	47,542	36,273	25,326 (69.8)	25,326 (69.8)	n.a.	18,612
2001.06	40,889	31,180	22,934 (73.6)	22,119 (70.9)	815	14,852
2001.07	102,054	77,827	62,650 (80.5)	57,080 (73.3)	5,570	31,663
2001.08	27,658	21,075	14,752 (70.0)	14,684 (69.7)	68	10,804
2001.09	20,002	15,250	11,334 (74.3)	10,590 (69.4)	744	7,149
2001.10	29,606	22,575	17,439 (77.2)	15,150 (67.1)	2,289	9,919
2001.11	44,795	34,123	26,971 (79.0)	21,773 (63.8)	5,198	14,420
2001.12	33,157	25,271	24,989 (98.9)	16,565 (65.5)	8,424	5,648
2002.01	27,068	20,628	16,606 (80.5)	14,067 (68.2)	2,539	8,404
2002.02	14,670	11,177	10,403 (93.1)	7,518 (67.3)	2,885	3,152
2002.03	17,244	13,136	11,930 (90.8)	7,754 (59.0)	4,176	4,003

(注) 「再預入対象勧奨金額」とは、「満期定額貯金の払戻額」から利子課税金額及び再預入できない利子額（預入限度額（1,000 万円）があるため）を差し引いた額。郵政事業庁の推計値。通常貯金への再預入額も郵政事業庁による推計値。

() 内の値は、再預入対象勧奨金額に対する比率。

「郵貯以外に流れた資金」には、郵貯の預入限度額の制限によって再預入できない分（野村総合研究所推定）を含む。

(出所) 郵政事業庁の資料より野村総合研究所作成

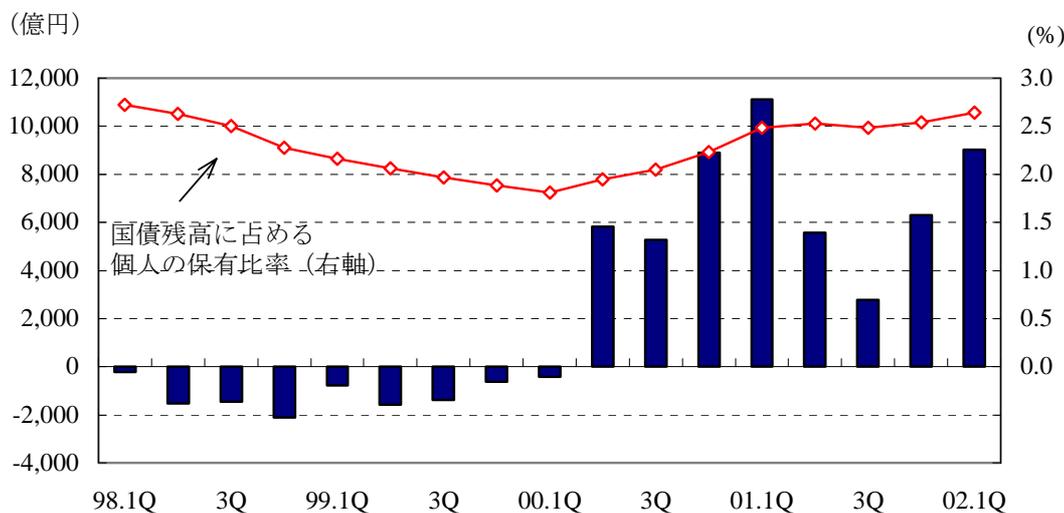
2) 流入超が続く国債

2000年第1四半期まで資金の流出超が続いていた国債（個人保有分）は、2000年第2四半期から毎四半期5,000億円を超える流入超が続き、2002年3月末時点における残高は12兆円になった。これは、国債の残高の2.6%に相当する（図表7）。

流入超に転じた2000年第2四半期は郵貯定額貯金の満期解約が本格化した時期と重なっており、解約資金の一部が国債に向かったと思われる。低金利のもと、新発の長期国債の個人の消化率³は1%台で推移しているが、2年国債など期間の短い国債に資金が集まっている模様である。

2年利付国債の個人による消化状況を示す統計がないため、代替データとして郵便局の窓販における販売額をみてみよう。それによれば、2000年4月債から2001年1月債は、郵便局の引受分がほぼ完売の状態であった。2001年2月債以降は表面利率が低下したため販売額は落ち込んでいるが、同年限の定期預金や郵貯定額貯金等の金利よりは高いためある程度の販売額を確保した状態で推移している（図表8）。

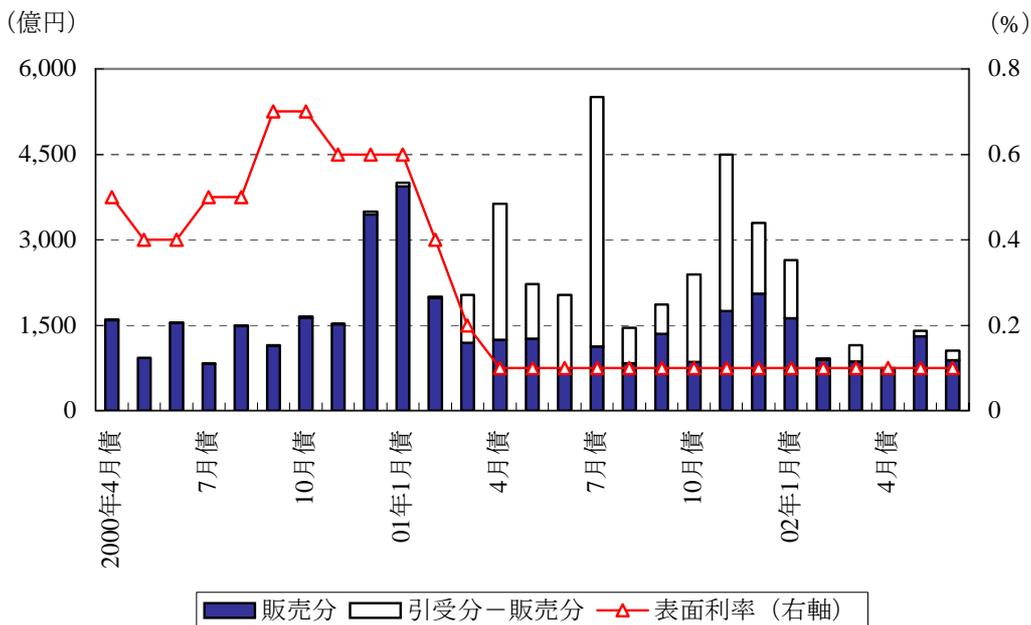
図表7 国債の純流入額と国債残高に占める個人の保有比率



(出所) 日本銀行「資金循環勘定」より野村総合研究所作成

³ 新発債に対する個人購入分。

図表8 郵便局窓販における2年利付国債の販売状況



(出所) 郵政事業庁の資料より野村総合研究所作成

3) 回復の兆しをみせる MMF

エンロン破綻に伴う一部の運用会社の MMF 元本割れの影響で、2001 年 11 月以降、MMF の残高はくる月ごとに激減していった。2001 年 10 月末において 18.6 兆円あった元本残高は、2002 年 3 月末までに 12.5 兆円が流出し 6 兆円となった。この流出劇の主役は法人資金であり、流出額の 9 割にあたる 11.3 兆円は法人資金からのものであった。

エンロン事件が発生する前の MMF は、その保有主体は法人であり、個人保有比率は 2001 年 10 月においてわずか 22.4% であった。しかし、法人が大量に解約した結果、個人保有比率は一挙に高まり 2002 年 3 月末に 49.4% となった⁴。

2002 年 4 月以降、MMF の動きに変化が生じている。2001 年 11 月以来 5 ヶ月連続で減少が続いていた元本残高が、4 月、5 月は増加に転じた。それを牽引したのは個人資金であった。

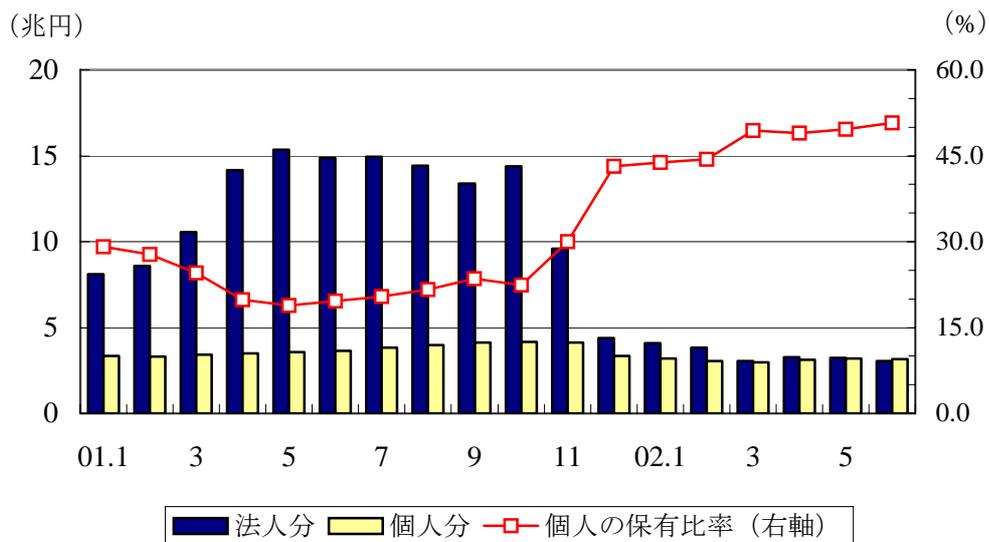
投資信託協会は、MMF は元本割れを起こす可能性のある商品とはいえ、その可能性は限りなくゼロに近いと信じていた投資家が多いこと、資金流入の激しい法人資金と緩やかな個人資金を同一の商品で運用することは弊害が多いことを重くみて、2002 年 1 月に「MMF の安全性確保のための方策」と題する MMF の商品性を規定した自主ルールを発表した。運用面においては、組入資産の格付や残存期間等に一定の制限を加えることによって、MMF の安定性を確保し元本保証性の高い商品として位置づけられることを目指している。販売面にお

⁴ 2002 年 6 月末現在、比率は逆転し、個人の保有比率は 50.7% となり過半数に達した。

いては、①個人主体の販売に努める、②大口投資家の事前解約通告及び1日当たりの解約制限、が規定されており、今後は個人向け商品とすることを打ち出している。

2002年2月15日より実施されたこの自主ルールの結果を測るには時期尚早ではあるが、MMFの元本残高がわずかではあるが4月に増加に転じたことは、こうした試みが一定の評価を得ている証左とも考えられる。

図表9 MMF元本残高の推移



(出所) 投資信託協会の資料より野村総合研究所作成

4) 拡大傾向が続く銀行窓販における株式投信

エンロン破綻の影響で、公社債投信、MMFの純資産総額が減少をみせている中⁵で、株式投信は、2002年3月末現在、前年比5.9%の増加を示し15兆円⁶に達した。株式投信といっても日本株に投資する投信だけではないため、必ずしも正確な見方ではないが、同期間の東証株価指数が2桁のマイナスを示していることから、純資産総額の伸びは、相場の上昇によるものではなく、純粋に資金が流入した結果とすることができよう。実際、2001年度の公募株式投信の資金増減は、プラス2兆9,039億円を示している⁷。

銀行等窓販における株式投信の純資産総額の前年比伸び率は常に2桁以上の伸びを示し、2002年3月末における前年比も59.5%増であった。その結果、銀行等窓販における純資産総額は4兆円の規模に達し、公募株式投信の4分の1を占めるにいたり、株式投信の販

⁵ 公社債投信に関しては、2002年4月以降の純資産総額の減少は時価会計の導入が大きい。

⁶ 公募投信のみ。法人資金を含む。

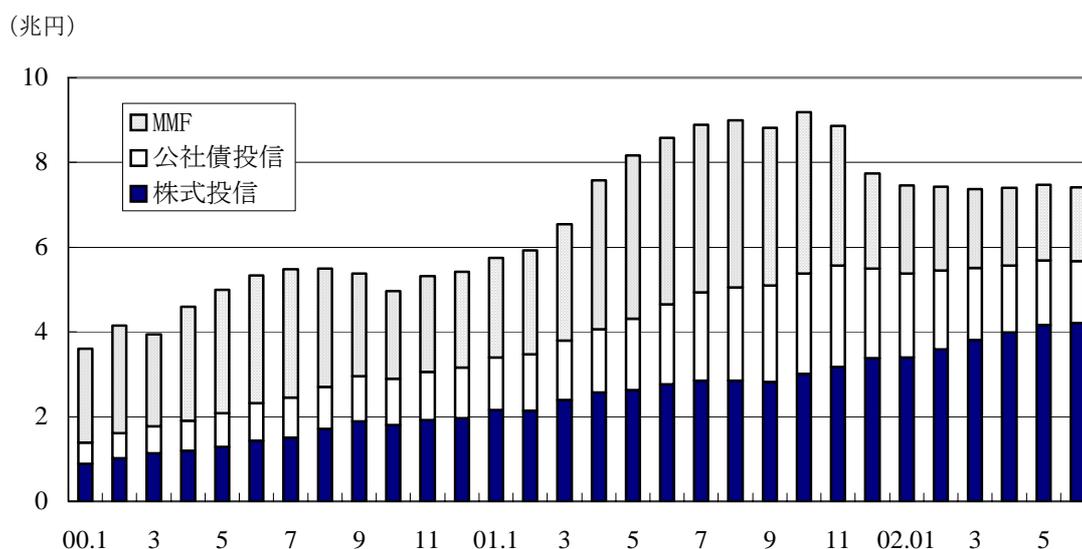
⁷ 2001年度はETFが設定されており、資金増はこの影響が大きい。

売主体として重要な地位を築きつつあることが分かる。

銀行等窓販における投信の純資産総額が順調に推移している理由として、自動積立が可能な投信の品揃えを豊富にし、長期保有を目的とした顧客層に販売するなど、株式市場の動向に左右されない投信の保有を推進していることが大きいと思われる。

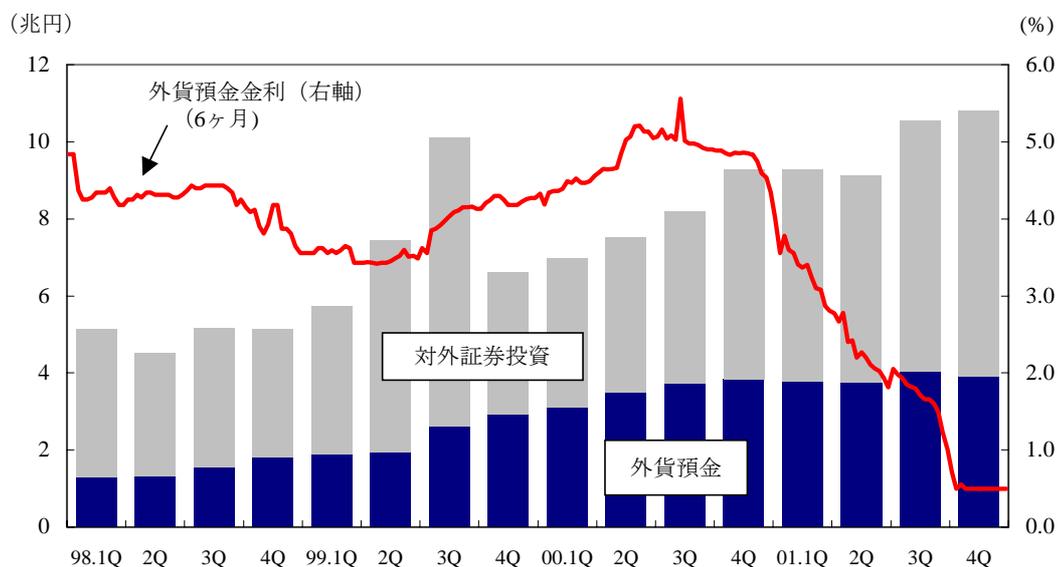
実際、銀行等窓販による投信の解約率は、証券会社が販売している投信よりも低い。野村総合研究所の Fundmark 分類⁸において国内株式／一般／フリーに分類される投信を対象に解約率を試算⁹してみたところ、銀行等窓販で主に販売されている投信では、解約率の平均が 14.8%（年）であったのに対し、証券会社で主に販売されている投信は 53.3%（年）であった。参考までに米国の株式投信の解約率を試算してみると約 25%（年）であった。窓販の解約率よりも高いとはいえ、米国では確定拠出年金である 401(k)プランを通じて投信を保有している割合が高いことが解約率を低くしているものと考えられる。

図表 10 銀行等窓販における投信残高の推移



海外の高金利が魅力となって、2000年の1年間で31.2%の残高の伸びを示した外貨預金であるが、2001年は1.8%の増加にとどまるなどその伸びは鈍化している。その最大の原因は、外貨預金の金利低下である。外貨預金の大半は米ドル預金であり、2000年5月から8月にかけて5%超という高金利に加え、急激な円高を予測する見方が弱いという条件が重なって、資金を集める結果となった。しかし、相次ぐ米国の金利引き下げによって、米ドル預金金利は0.5%の水準にまで下がってしまった。これらの資金は、金利に敏感な資金といえ、今後の金利状況、為替相場によって資金流出に転じる可能性は否定できない。

図表 11 個人保有の外貨建金融資産残高の推移



(出所) 日本銀行「資金循環勘定」より野村総合研究所作成

6) 人気を集める『海外債券』ファンド

円安基調、海外の高金利を背景として残高を伸ばした金融商品が他にもある。追加型株式投信の最近の売れ筋ファンドを見ると、海外債券に主に投資するファンドが人気を集めていることが分かる¹⁰。2002年1月及び2002年6月における、売れ筋投信上位20ファンドを比較したところ、両月において上位にランクされたファンドは11ファンドあり、そのうち6ファンドが主として海外債券に投資するファンドであった(図表12)。

野村総合研究所の投信インデックスであるNRI-FPI海外債券の動きと、Fundmark分類において『海外債券』に分類されるファンドの純設定額(=設定額-解約額)の相関を見ると、1997年4月から2002年5月において0.80という高い正の相関が見られた(図表13)。他の分類においてはこのように高い相関は見られない¹¹ことから、『海外債券』ファンドがパフォーマンスによって販売額が左右される傾向が高いことを示唆しており、今後の金利、為替動向が注目される場所である。

図表12 2002年1月、6月の両月において純設定額20位内にランクされたファンド

ファンド名	運用会社	Fundmark分類	純設定額	純資産額
グローバル・ソブリンオープン(毎月決算型)	国際	海外債券/グローバル	2,427	6,971
ニッセイ/バトナムインカムオープン	ニッセイ	海外債券/米ドル建	922	2,102
ユーロ・ランド・ソブリン・インカム	国際	海外債券/欧州通貨建	870	1,644
ノムラ・ボンド&ローン・ファンド	野村	海外債券/米ドル建	770	1,356
ユーロ・短期債・ファンド	大和住銀	海外債券/欧州通貨建	269	328
海外国債ファンド	新光	海外債券/グローバル	234	275
利益還元成長株オープン	日興	国内株式/一般	206	629
インデックスF225	日興	国内株式/インデックス	197	1,923
フィデリティ・日本成長株・ファンド	フィデリティ	国内株式/一般	195	2,671
夢楽章 日経平均オープン	UFJパートナーズ	国内株式/インデックス	145	338
株式インデックスF225	DKA	国内株式/インデックス	144	933

(注) 「純設定額」は、2001年12月から2002年5月までの6ヶ月間における「設定額合計」-「解約額合計」。純設定額及び純資産額の単位は、億円。

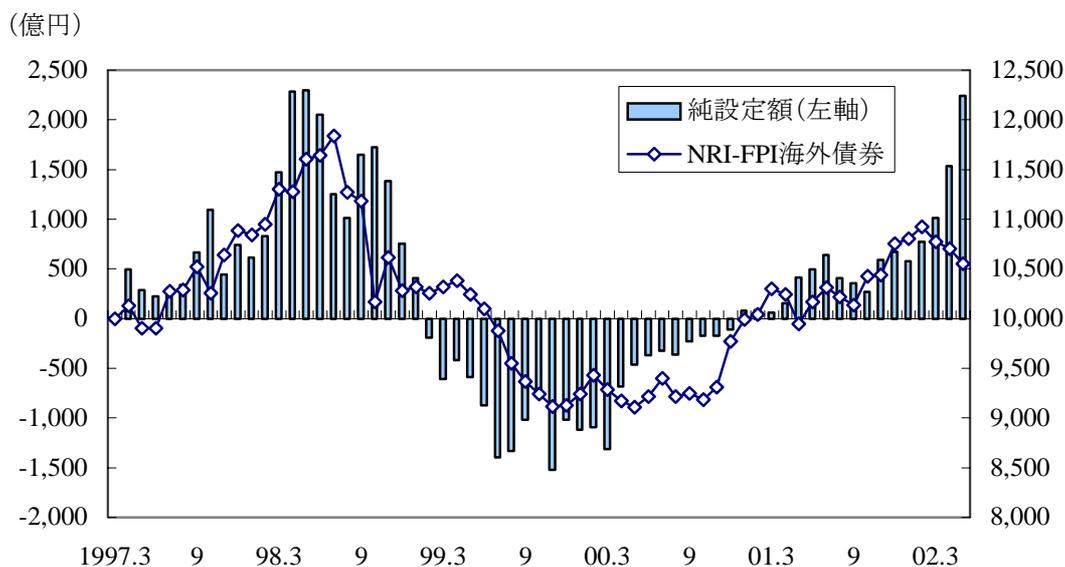
Fundmark分類は野村総合研究所による分類で、表には中分類まで表示。

(出所) 野村総合研究所

¹⁰ 投資信託協会の分類方法では、ファンドの約款において株式を保有することが可能であるファンドはすべて株式投信に分類されるため、主として債券に投資するファンドであっても株式投信に分類されているファンドは多い。

¹¹ (参考) 同期間におけるその他の分類の相関係数は、『国内株式』が0.23、『国内債券』が0.19、『海外株式』が-0.40であった。

図表 13 NRI-FPI 海外債券と純設定額の推移



(注) NRI-FPI 海外債券の単位：1997年3月31日=10,000

(出所) 野村総合研究所 Fundmark

7) 個人向け社債の動向

2001年初め以来直近にいたるまで、個人向け社債¹²の発行額と個人が購入した新発の社債はほぼ同額で推移している(図表 14)。個人投資家が購入する社債がすべて個人向け社債であるとは限らないため、個人向け社債が 100%個人によって消化されているとは言えないものの、かなり高い率で消化されていると推測される。

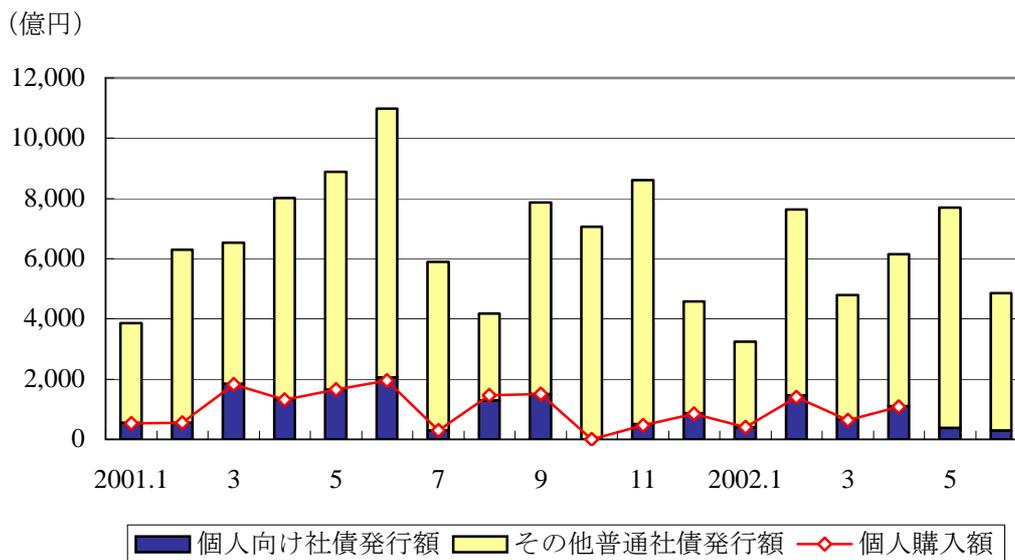
個人向け社債は2001年9月のマイカル破綻の影響で、10月の起債は見送られたものの、11月には発行が再開され、2002年2月にはマイカル破綻以前の水準の発行額に戻った。

マイカル債のデフォルトによって、流通市場において低格付債のスプレッドが拡大したため(図表 15)、発行市場において低格付債の起債が減少している。2001年1月から9月までの普通社債の発行額において BBB 格が占める割合は 9.7%であったが、2001年10月以降 2002年5月までの割合を見ると 2.9%まで下がっている¹³。一方、個人向け社債はもともと低格付債が多く、2001年1月から9月までの個人向け社債に占める BBB 格の比率は 33.5%に達していたが、2001年10月から 2002年5月の比率は 25.0%であった。

¹² 「個人向け社債」には正式な定義はないが、ここでは、①社債券の金額が 100 万円以下、②申込期間を複数日設けている、社債を「個人向け社債」としている。

¹³ 複数の格付を取得している社債は、最も高い格付でカウントした。

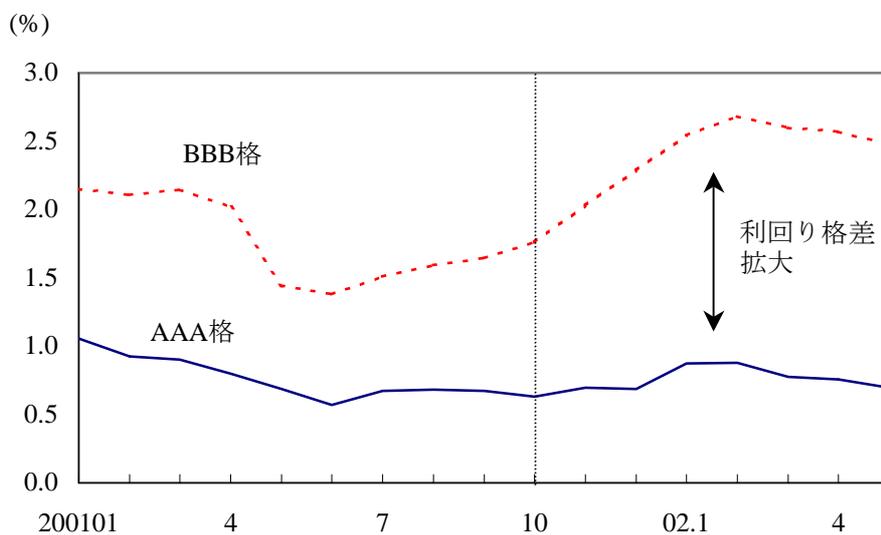
図表 14 個人向け社債の発行額



(注) 2002年4月、5月の個人購入額は、レポート執筆時点では公表されていないため n.a.

(出所) 日本証券業協会の資料より野村総合研究所作成

図表 15 マイカル債デフォルト後の債券利回り



(注) 前日の午後3時現在における額面5億円程度の売買において報告された気配に基づき算出された複利利回りの算術平均値。

(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」より野村総合研究所作成

4. おわりに

2002年4月の部分的ペイオフ解禁によって、定期性預金から巨額の資金が流出した。今回は、決済性預金の全額保護が続くため、流出した資金は決済性預金に集中することになった。しかし、来年予定されているペイオフ解禁が実施されると、全額保護される預金商品はなくなることになり、今回以上の巨額の資金が移動する可能性がある。現時点では、金融市場が不安定であることも手伝って待機状態が続いているため大きな動きは生じておらず、ペイオフ全面解禁に伴う資金移動先を予測することは困難である。

株式、公社債、投資信託等、かねてより個人資金の流入が期待されている金融商品は数多くあるが、来年のペイオフ全面解禁は資金流入の一つの契機となる可能性がある。

(銭谷 馨)