

研究ノート

個人金融資産の動向に関する一考察^{*)}

廣 江 満 郎
神 木 良 三

要 約

個人金融資産を巡る議論は、バブル崩壊後、とくに家計の保有する金融資産の動向が経済の動向に密接に関係するものとして、また1998年4月から実施されることとなった日本版金融ビッグバン等の金融制度改革および他分野にわたる諸制度改革にも関係するものとして、これまで以上に注目を集めてきている。

そこで本稿では、比較的最近の個人の金融資産を巡る諸研究を整理・紹介し、その上で関係する金融データの分析を通じて、個人金融資産の動向についてその実態面から予備的考察を行う。その結果、これまでの預貯金偏重型の個人金融資産構成に関して、近年においてその金融資産運用に変化の兆しが少なからず認められること、そして本格的な変化につながる個人投資家の有価証券投資について、有価証券保有比率が単に増大するだけでなく、個人投資家を育む環境整備が急がれることなどが株式市場の真の活性化を促すことになるとの指摘を行う。

キーワード：個人金融資産；資産選択行動；資金循環；資産運用；有価証券投資；金融制度改革；ペイオフ解禁；流動性預金；投資信託受益証券；金融商品の選択基準；金融自由化；株式投資；預貯金偏重

経済学文献季報分類番号：12-20；12-21；12-23；12-24；12-30；12-31；12-33

1 はじめに

わが国は、バブル崩壊後10年以上にわたりこれまでになく不況に見舞われてきた。現在、不況の原因の追求やその対策が検討・実施される中であって、貯蓄超過主体である個人の金融資産の動向がこれまで以上に注目を浴びている。その主な理由として、1,400兆円もの個人金融資産の動向が日本経済の再生と密接な関係にあること、それとの関連で1998年4月から実施されることになった日本版金融ビッグバン等の金融制度改革および他分野にわたる諸制度改革に直接関係することがあげられる。1990年以降の不況下で進行速度を速めてきた金融制度をはじめとする諸制度の変更・改革による金融・経済環境の大きな変化に、預貯金偏重型といわれるわが国の個人金融資産の動向がどのような影響を受けているのか、またその

*) 本稿は、平成11・12年度関西大学学術研究助成基金（共同研究）および平成13年度関西大学在外研究の成果報告の一部である。

動向に影響を与える要因は何かをテーマとする調査・研究報告がさかんに行われている昨今である。

そこで本稿では、近年における個人金融資産を巡る諸研究報告を整理・紹介し、その上で公表されている個人金融資産関連のデータをもとに個人金融資産の動向についてその構成比を中心に概観し、個人の有価証券投資行動を考察することとする。

2 個人金融資産を巡る調査・研究報告

最初に、わが国において行われてきた個人の金融資産を巡る各種調査および研究を取り上げることにするが、比較的最近の調査および研究報告を整理・紹介することとする。

個人の金融資産を巡っては、これまで各種機関や研究所等によって数多くの調査および研究が行われてきた。とりわけ1990年代末以降、激しい経済変動および金融システムの変革の進行を背景にして、個人の金融資産を巡る議論が一段と活発に行われており、それに関連する研究もさかんに行われている。そこで本稿は、これら個人の金融資産を巡る議論を行う上で必要と思われる近年の諸研究について整理・紹介し、その上で今後の更なる研究の前段階としての予備的な考察を行うものである。

(1) 個人金融資産関連の調査・報告

近年における個人金融資産を巡る研究のベースとなる資料・調査として利用可能なものの中で、主要なものとして日本銀行調査統計局の「資金循環勘定」『金融経済統計月報』および『日本銀行調査月報』をはじめ、総務庁の『貯蓄動向調査』、貯蓄広報中央委員会の『貯蓄と消費に関する世論調査』、郵政研究所の各種調査、たとえば平成8年11月に実施された「家計における金融資産選択に関する調査」『郵政研究所月報』、全国証券取引所協議会の『株式分布状況調査』、東京証券取引所編『証券取引年報』、証券広報センターの『証券貯蓄の調査レポート』、金融広報中央委員会の『家計の金融資産に関する世論調査』および財務省のレポート（21世紀の資金の流れの構造改革に関する研究会報告書）「家計の貯蓄率と金融資産選択行動の変化及びそれらのわが国の資金の流れへの影響について」をあげることができる。

以下では、それらの中から金融広報中央委員会〔2001〕の『家計の金融資産に関する世論調査』結果を踏まえた報告と日本銀行調査統計局〔2000〕による資金循環統計からの報告「資金循環統計からみた我が国の金融構造」『日本銀行調査月報』から、最近の個人金融資産の動向を取り上げることにする。

金融広報中央委員会〔2001〕の調査によれば、2001年の1世帯当たりの平均貯蓄保有額は

1,439万円となっており、バブル崩壊後の10年（平成4年～13年）でわずか12.5%の増加となっている。これは、貯蓄のベースとなる所得の伸びが景気低迷により抑制されたことが大きく影響しており、他に貯蓄促進の動機となる資産運用の収益性（株価<株式市場>の低迷）や安全性（金融機関の倒産やペイオフ解禁等の制度改革の実施）についてもマイナスに作用していることが原因であると説明している¹⁾。

そして、今後についての貯蓄の動向については、預貯金や郵便貯金を「より増やしたい（保有を始めたい）」とする割合が大幅に増加しているとの報告が行われている。これは、所得の増大が見込めないこともあり、保有金融資産をより安全に運用することへの高まりを如実に表す意思表示とみることができるとのことである。

つぎに、貯蓄形態について種類別構成比の推移をみると、安全性と流動性に重きを置く預貯金が全貯蓄額の50～60%（平成13年では58.2%）を占め、その2/3を銀行預金、残り1/3を郵便貯金がそれぞれ占める状態となっている。それに対して収益性に重きを置く株式・債券等からなる有価証券が占める割合は、8～10%前半（平成13年では9.2%〈株式：6.3%、債券：1.2%、投資信託：1.8%〉）の低い値となっている。これは、安全性に重きを置くわが国家計の資産運用の特徴を示すものであること、そして株式市場（株価）の低迷等により収益性に関して不確実性が高まり、資産運用を収益性よりも安全性の志向へとよりいっそう傾斜させていることを如実に示すものであると説明している。

また参考までに、日本銀行調査統計局の「資金循環統計からみた我が国の金融構造」〔2000〕では、1999年度の資金循環に対する考察から、家計部門の金融資産の動向についてはつぎのような報告が行われている。

フロー面からは、前年度に比べ資金余剰幅が拡大しており、運用面でみると、定期預金の増加額が縮小する一方で、流動性預金や投資信託受益証券が増加に向っていることが認められる。この点については、民間非金融法人企業部門同様に低金利を背景とした動きとして捕らえられる。

ストック面からは、1999年度末金融資産残高1,390兆円の内訳をみると、安全資産である現預金が半分以上を占めており、株式・出資金（117兆円）および株式以外の証券（92兆円）のウエイトは小さいものの、株価の上昇を受け、株式・出資金の残高は高い伸び（前年比+41.6%）となっているとのことである。

（2）個人金融資産を巡る諸研究

つぎに、各種資料を踏まえた最近の研究の幾つかを整理・紹介することを通じて、個人金融資産を巡る議論の動向を探ることにしよう。以下では、林〔1999〕、関・林〔2000〕、古藤

〔2000〕、松浦〔2000〕、春日・岩本〔2000〕、堀〔2000〕、蟹江〔1997〕、滋野〔2000〕、牧〔1998〕、二上〔2001〕等による個人金融資産を巡る諸研究を取り上げるが、分析対象に関して若干の色分けを行ったうえで順次整理・紹介することにする。

最初に、個人の金融資産構成の動向それ自体に注目する研究として、林〔1999〕、関・林〔2000〕および二上〔2001〕の研究があげられる。

林〔1999〕では、個人の金融資産選択行動の行方についての考察が行われ、2001年4月に実施される予定であるペイオフ解禁を控える中で、最近の個人マーケットに大きな変化の兆しが見えるとの報告が行われている。そこでは、金融不安が払拭できない中で、安全性を重視する資産選択行動を反映した動きが認められる一方で、1999年の郵便貯金規則法の改正（郵貯の金利も民間金融機関の金利情勢と近くなる）により、安全性重視から収益性重視の観点から資金シフトが見られたこと、1998年の外為法改正や金融システム改革法等で外貨預金や非居住者円預金の増大が見られたことを取り上げて、個人の金融資産選択行動に変化の兆しが見えてきたことが指摘される。そして信用不安が落ち着きを見せ始める一方で、証券市場が活性化しつつあるなど個人金融資産を取り巻く環境はようやく整いつつあるとして、個人金融資産がダイナミックに動き出す時（投資型商品への選考の進展）をまさに迎えようとしているとのことである。

また、それに関連する研究報告が関・林〔2000〕で行われている。この研究では、一連の金融システム改革と個人資産の動向についての考察が行われ、その展望が検討される。ここでは、安全資産である預貯金の個人資産に占める割合が高く、それが国際的にみて日本の特徴であり、金融自由化が進展した1990年代においても、資産配分の比率にはほとんど変化が見られなかったが、金融ビッグバン等の制度改革の効果がここにきて証券市場への個人資産のシフトとなって現れるなど、個人の金融資産選択行動に影響をもたらしたことが指摘される。とくに、その動きは1998年以降の個人貯蓄向けの主要投信商品がのきなみ純増になるなど投資信託市場での取引の活発化となって現れており、さらに郵貯定額貯金が集中満期を迎える2000年度に入ると、それがいっそう加速化する可能性があると言及している。そして、さらには急速に進む高齢化社会への不安と年金制度改革が個人の資産運用に対する意識をいっそう高めていく可能性があるとのことである。

そして最も最近の研究として、二上〔2001〕が2001年4月に発表された財務省レポート²⁾を手がかりにして、1990年代後半から2000年初めにかけての個人金融資産の動向の概要と今後の家計貯蓄率と金融資産選択行動を規定する要因についての考察を行っている。なお後者の構成要因の考察については後述する。

二上は、個人金融資産の運用対象別内訳について、国際比較および1990年代10年間の変化

の考察から日本においては依然として現預金の比重が高く、むしろ90年代を通じてその比重を高めていること、また有価証券の比率が米、英、独の3カ国ではこの間上昇しているのに、日本では株価の低落、株式評価額が低迷していたこと等が原因して逆に低下していることが日本の特徴の一つとなっていると指摘する。また、もう一つの特徴として、現預金において郵便貯金の比重が上昇していること、保険についても簡易保険の比重が上昇しているなど、「民」から「公」へのシフトが見られることをあげる。

しかし、このような個人金融資産の動向が日本版金融ビッグバンが期待している方向とは逆の動きを示すものとしながらも、これは1999年を1991年と比較してみた2時点間の数字の変化であるとして、金融商品の選択基準（「安全性」・「流動性」・「収益性」）や預貯金の変化、価格変動商品の動向等の考察から、この間において変化のベクトルが変わっている可能性が十分ありうるとの指摘を行っている。

以上、個人の金融資産構成の動向それ自体に注目する研究に対して、金融資産構成すなわち資産選択行動に影響を与える諸要因について分析を行うという研究が、古藤〔2000〕、堀〔2000〕、滋野〔2000〕、春日・岩本〔2000〕および二上〔2001〕によって行われている。

古藤〔2000〕は、日本における家計の資産選択行動は「安全指向」であり、これがわが国家計の低い株式保有比率の原因であるとの一般的な見方の妥当性を問題にして、わが国家計の資産選択行動の特徴であるリスク回避型行動を、持家に対する「過度な」選好と年功序列賃金制度の存在という2つの社会的・制度的要因の存在から説明しようとする試みを行う。そして、代表的なリスク資産である株式保有が低水準にあるのは、一つには、持家に対する「過度な」選好による住宅ローン保有のリスクと流動性確保のニーズ、二つには、年功序列賃金制度が若年層に対して株式保有を抑制させる効果をもつことに、その原因があると指摘する。また持家選好および年功序列賃金制度以外に、株価収益率（PER）の高さといった価格形成面（投資収益面）での問題もわが国家計の低い株式保有比率に影響した可能性もあるとの報告も行っている。

春日・岩本〔2000〕では、郵政研究所によって実施された「第6回家計における金融資産選択に関する調査」の結果と予備的考察としたうえで、以下のように論点をまとめた報告が行われている。

（1）家計が保有する金融資産の構成については、高齢世帯になるにつれて保険・年金商品に対する需要が低下し、その保有割合が低くなっており、また（2）危険資産である株式（または有価証券）を保有する割合からは、世帯主の所得階層・年齢階層が高くなるにつれて増加傾向が見られること。つぎに（3）貯蓄および借入金の保有状況を合わせた広義の貯蓄動向からは、住宅取得目的の占める割合が非常に高く、現役世帯の行動に大きな影響を与え

ていること。そして（4）こうした居住用の土地・建物を中心とする実物資産は、主として世帯主の両親から受け継がれる割合が高く、加えて持ち家世帯の方が「必ず残す」と回答した世帯の割合が高いこと。中でも「相続・贈与」によって持ち家を取得した世帯ほどその傾向が高いことから、世代間移転が行われていることなどが観察されると述べている。

堀〔2000〕では、日本銀行の「平成11年第2四半期の資金循環」や社団法人「証券投資信託協会」の統計を利用して、1980年代、1990年代を中心に金融市場の変動と個人の金融資産選択行動の関係についての詳細な考察が行われている。そこでの報告は、これまで多くの研究報告において概ね指摘されている近年の個人金融資産選択行動を巡る見解を裏付けるものとなっている。それは、個人の金融資産選択が金利や株価といった金融市場の動向にも影響を受けていることであり、それに関する幾つかのファクトファインディングが行われている。主なものをあげると、1990年代に入り、金融資産間の資金移動が顕著であること、また金融資産の伸びが経済成長率や金利・株価の影響もを受けていることが認められるというものである。とくに株式資産は、株価の影響を大きく受けて1980年代以降株式資産への流出入がみられるが、フローとしての金額は株価の動向に対し遅行関係にあること。それに対して債券全体の資産は90年代に入り急速に減少していること。預貯金の中では、金利が高くなると、相対的に定期性預金を選択される割合が高くなり、他方、90年代以降資金流出が続いている有価証券について、今後株価との関係から有価証券の選好が高まる可能性があるとの指摘を行っている³⁾。

また滋野〔2000〕では、近年における女性の社会進出や、それに伴う晩婚化、非婚化、少子化等家族形成の構造変化が、家計の貯蓄行動にも大きな影響を与えるであろうという問題意識から、わが国における個人の金融資産選択に影響を及ぼす要因として家族形成のあり方（婚姻状態、子供の有無、就業状態、世帯タイプの違い）を取り上げ、その両者間の関係についての分析を行い、その結果をつぎのようにまとめて報告している。一つは、とくに若年世代は他の世代よりもより流動性の高い安全資産を好んでおり、その傾向は単身世帯でより一層顕著であること。もう一つは、多肢選択モデル（Multinomial Logit Model）を用いたポートフォリオ選択に関する推定結果から、流動性・リスク・収益性が異なる各資産間への配分に、配偶者の有無や子供の有無等の家族形成のあり方が大きくかかわっているとの報告である。

そして、2001年4月に発表された財務省レポートを取り上げた二上〔2001〕においても、前述したように、これまで預貯金偏重と思われてきた個人の金融資産選択行動に90年代後半からこれを反転させる傾向が見え初めてきたことを指摘し、さらにその原因が何であるのかということに言及したうえで、今後の金融資産選択行動を規定する要因として、とくに「団

塊の世代」と呼ばれる家計の動向、年金制度改革・日本的雇用慣行の見直し、金融ビッグバンの効果をあげている⁴⁾。

また、家計の金融資産動向に関係する貯蓄行動に関連する研究として、蟹江〔1997〕、牧〔1998〕、松浦〔2000〕があげられる。

蟹江〔1997〕は、郵政研究所による「貯蓄に関する日米比較調査」結果の分析を通じて、日米両者間における家計の貯蓄行動と遺産・相続の実態についての考察を行い、その結果をつぎのようにまとめている。

(1)貯蓄習慣については日米で大差はないこと、(2)金融資産保有総額の平均値は日本の方が若干大きいこと、対年収比では米国の方が高いこと、(3)相続資産は、日本では居住土地・建物、米国では金融資産が中心となっているが、相続資産の時価評価額は日本の方が大きく、相続による資産格差が生じるおそれは日本の方がより高いということである。

牧〔1998〕では、郵政研究所の平成8年11月実施の「家計における金融資産選択に関する調査」結果を踏まえて、家計の金融資産選択行動の実態について考察が行われている。牧は、貯蓄保有状況、貯蓄目的・貯蓄目標額、住居の状況（持ち家率）、借入金保有状況等、老後の生活、遺産・相続等の主要項目を考察対象として取り上げ、その考察からつぎのような報告を行っている。

(1)マイホームの取得が貯蓄保有目的としても借入金保有目的としても重要な位置を占めるなど、それが家計の貯蓄行動に与える影響がきわめて大きいこと、(2)介護の発生は不確実要素としてとくに高齢者世帯の貯蓄行動に影響を与えること、(3)持ち家の相続・贈与の動向は、資産格差を生じさせるとともに、家計の貯蓄行動にも大きな影響を与えるということである。

松浦〔2000〕も、個人金融資産の動向に直接関係する研究ではないが、家計の貯蓄や消費等の行動に焦点をあてた研究を行っている。それは、1993年から1997年にかけての家計調査・貯蓄動向調査に基づくパネルデータを作成して、家計の世代別を考慮した貯蓄と消費および分配の動向を分析するというきわめて興味深い研究であり、世代別によって貯蓄行動パターンが異なること、キャピタルゲイン・ロスや住宅償却を踏まえて貯蓄行動を行っているという分析結果を報告している。

3 個人金融資産の動向

ここでは、個人金融資産に関して既発表の調査結果とそれと関係するデータを使用して、個人金融資産の動向、とくに有価証券投資行動に注目して若干の考察を行うことにする。

（1）個人金融資産運用の意識調査

多くの既出論文が指摘しているように、わが国の個人金融資産に占める有価証券所有比率は、欧米諸国に比較して著しく低い⁵⁾。わが国では個人金融資産の運用対象として、何故有価証券を選択しないかについて、諸説が存在することは周知のところであるが、その一因に日本人がリスクを引き受けたがらない国民性とする見解がある。貯蓄中央広報委員会では、金融商品選択基準に関して安全性、流動性、収益性を調査しているが、1984年が安全性37.7%、収益性32.0%、流動性22.8%であるのに対して、1999年では安全性55.9%、流動性25.5%、収益性15.5%に変化している。バブル形成期でさえ収益性が金融商品の選択基準とされたのは1986年の34.0%が最高であって、1988年には23.8%に低落しており、バブル崩壊期では1991年の29.1%が1998年には14.9%に低下した。なお安全性が40%を超えて上昇し続けたのも、バブル崩壊後の1992年以降であることを付言したい。

つぎに証券広報センターが行っている「証券貯蓄の調査レポート」によると、貯蓄時の重視項目（重複回答）をみると、1988年では元金の安全性40.5%、流動性47.5%、収益性39.2%であるのに対して、2000年では安全性52.0%、流動性50.2%、収益性30.9%と変化している。これは貯蓄中央広報委員会の意識調査結果とほぼ平仄が合致している。留意すべきは両調査とも安全性に対する重視傾向は、バブル崩壊後に顕著になったことである。バブルの崩壊が金融資産の選択基準に大きな影響をもたらしているといえる。事実、株式、公社債、投信、外国証券等の「証券保有世帯」の比率は、バブル形成期の1982年28.5%、1985年24.8%、1988年28.5%であったのに対して、バブル崩壊期に入ると1991年28.6%、1994年27.3%、1997年24.5%と減少し続け、2000年になって25.6%に上昇しているのに止まる。

個人の株式投資は原則として経済的利益の獲得にあることは論を待たないが、同センターでは株式購入予定のある世帯に購入動機を調査している。それによると、短期の値上り益期待が1988年49.6%、1991年37.4%、1994年46.2%、1997年50.0%、2000年47.5%となっており、短期の値上り期待を投機的資産運用と考えれば、調査世帯の半数近くがリスク引受に積極的であるといえる。また株式の既保有世帯の保有動機についても調査（重複回答）しているが、値上り期待が1988年75.2%、1991年64.3%、1994年54.1%、1997年49.1%、2000年54.3%であるのに対して、配当期待が1988年26.4%、1991年24.5%、1994年28.22%、1997年31.2%、2000年40.8%に止まっている。キャピタルゲイン獲得期待がインカムゲイン獲得期待を上回っているから、株式投資世帯が全て投機的態度で資産運用をしているというのは短絡的に過ぎるが、国民性として日本人が安全性を重視しているともいえないと結論できよう。

（2）個人金融資産の構成要因別動向調査

最初に、公表されている個人金融資産関連の年次データを利用して、その動向を概観することにする。図1・2は、1975年から2001年までの個人金融資産を構成する要因（郵便貯金、民間預貯金、投資信託、株式）を取り出して、その動向を示したものである。図1を見ると、大量の定額貯金の満期到来による郵貯から民間預貯金へのシフトを除けば、個人金融資産の増加は、依然として安全性重視（預貯金偏重）の資産運用で支えられているといっても過言でない。しかしながら、バブルが発生した時期を境にして、きわめて低位の運用比率ではあるが、株式や投資信託への投資型資産運用が個人の資産運用の一環として定着した感がないではない。また図2を見ると、預貯金が8割を越える安全性重視の資産運用をしてきたことが明らかである。1980年代後半のバブルの拡張期において、その一部が一時的に収益

図1 個人金融資産の推移

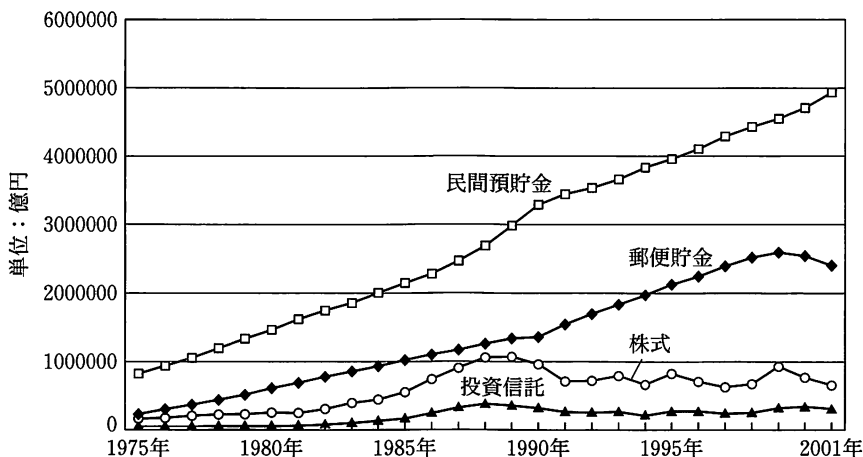
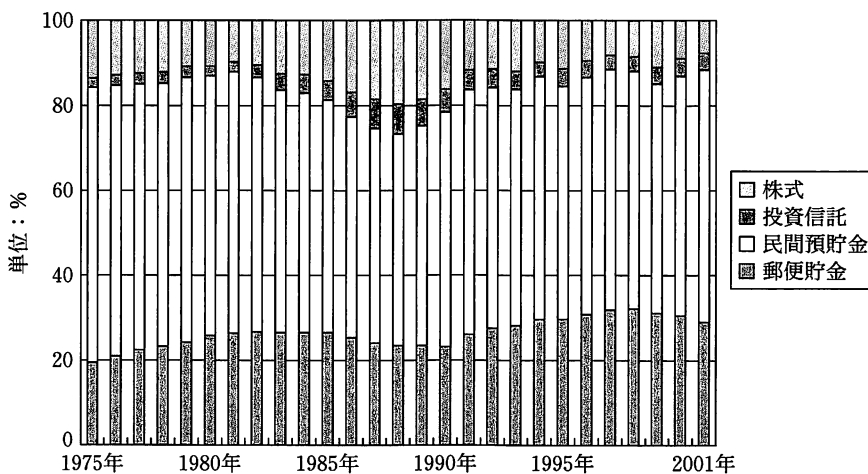
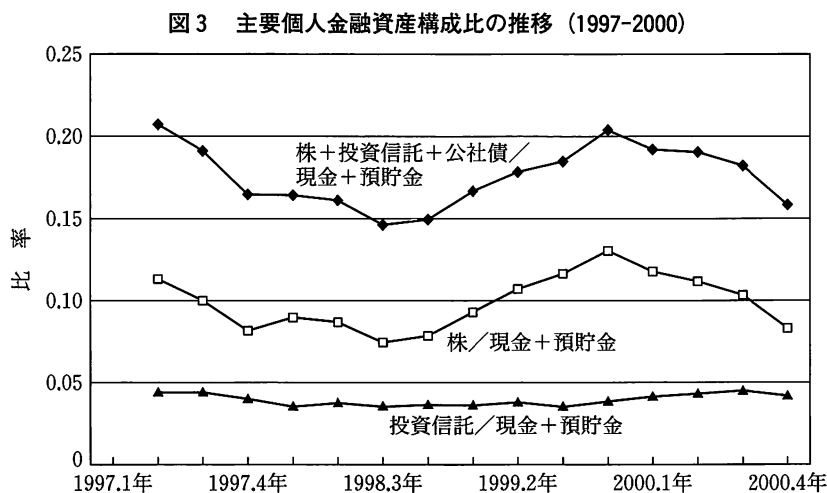


図2 個人金融資産の構成比



性重視のリスク付き資産運用にシフトすることがあったものの、その後はほぼもとの預貯金偏重の資産構成で推移している。したがって、この段階では個人金融資産構成の変化について何らかの兆しを認めにくいものとなっている。

つぎに、1997年ぐらいから従来の現預貯金偏重の金融資産構成を反転させる動きが見られるとの二上〔2001〕の指摘を受けて、参考までに1997年第2四半期から2000年第4四半期までの四半期データを利用して検証することにする。図3は、主要な個人金融資産について、3種類の構成比すなわち（株式+投資信託+公社債）／（現金+預貯金）、株式／（現金+預貯金）および投資信託／（現金+預貯金）の推移を表したものである。



これをみると、先の構成比では必ずしも判別できなかった構成比の変化を認めることができるであろう。近年、資産運用の起爆剂的な要因として注目されている投資信託については、その伸び率には顕著な動きが見られるものの残高規模が小さいだけに、安全性重視の現預貯金との構成比率に大きな変化を認めることはできないが、代表的な収益性重視のリスク付き金融資産（投資型金融商品）である株式投資についてみると、安全性重視の現預貯金との構成比率にかなりの変化が見られる。なお、この傾向は上記株式投資の影響を色濃く受け、公社債や投信を含めた有価証券との関係からも認められる。

1990年以降、長期にわたる景気低迷と景気の日本版ビッグバンに代表される金融制度改革やペイオフ解禁等によって、個人金融資産環境が大きく変貌する中で、緩やかではあるが着実に資産運用形態が変化する兆しを確認することができるであろう。この点についてはいっそう詳細な検討が必要であることはいうまでもない。

これらを踏まえて、以下では個人投資家の有価証券投資行動（株式流通市場への参加状況、株式分布状況）に焦点をあて、より拡張した分析期間を対象に考察することにする。

（3）個人投資家の有価証券投資行動（株式流通市場への参加状況）

株式流通市場における個人投資家の参加は価格形成において重要な意義を有している。市場価格が公正であると理解されるのは、取引参加者がそれぞれの経済動向に対する判断に基づいて参入しているからであり、その合計としての市場価格が社会的判断として公正とされるのである。大口取引を行う機関投資家が価格支配力を持つほど多数市場取引に参加していれば、投資理論に依拠した投資活動は同一傾向を辿る筈である。そうなれば、市場価格が公正に成立するとはいえなくなる。そこで、わが国における株式売買状況を見ると、東京・大阪・名古屋3市場合計の委託売買代金に占める個人投資家のシェアは、第1表に示すように逐年低下している。株式バブル初期では50%を上回っていた個人投資家の売買代金シェアが、1985年には50%を割り込み、バブル最盛期には30%台（投資信託を個人投資家の代理変数として加算しても40%台）に落ち込んだ。しかし、このことは個人投資家の株式売買が減少したことを意味するものではないことは当然である。バブル形成期には他の投資部門の株式売買が急増したから、個人投資家のシェアが相対的に低下しただけである。個人投資家の売買代金の絶対額が1982年以降1989年まで逐年増加しているが、その前年比増加率が委託売買代金合計の伸び率よりも低下していることは、他の投資部門がバブル形成期に株式市場へ殺到したことを明白に示すものである。

第1表 3市場委託売買代金に占める個人投資家の比率

年	委託売買 金額合計 (a)	前年比	個人売買 金額 (b)	前年比	投資信託 売買金額 (c)	前年比	(b)/(a)	{(b)+(c)}/(a)
'81	48,679		28,398		2,829		58.34	64.15
82	43,518	89.4	25,155	88.6	2,376	88.2	57.80	63.26
83	72,472	166.5	41,645	165.6	3,548	164.2	57.46	62.36
84	97,205	134.1	52,767	126.7	5,144	128.1	54.28	59.58
85	110,103	113.3	53,661	101.7	6,188	103.3	48.74	54.36
86	235,955	214.3	93,480	174.2	14,934	181.1	39.62	45.95
87	366,805	155.5	127,741	136.7	24,932	140.8	34.83	41.62
88	413,428	112.7	133,434	104.5	32,997	109.0	32.28	40.26
89	516,308	124.9	156,605	117.4	53,108	126.0	30.33	40.62
90	301,114	58.3	93,096	59.4	33,059	60.2	30.92	41.90
91	177,185	58.8	54,686	58.7	23,221	61.8	30.86	43.97
92	99,195	56.0	25,339	46.3	11,225	46.9	25.54	36.86
93	133,328	134.4	36,125	142.6	14,804	139.3	27.10	38.20
94	138,611	104.0	31,176	86.3	11,156	83.1	22.49	30.54
95	133,761	96.5	31,697	101.7	6,933	91.3	23.70	28.88
96	159,554	119.3	36,528	115.2	8,538	116.7	22.89	28.25
97	169,188	106.0	25,527	69.9	6,032	70.0	15.09	18.65
98	143,345	84.7	19,365	75.9	3,017	70.9	13.51	15.61
99	266,647	186.0	77,201	398.7	6,242	372.8	28.95	31.29

注) 単位：売買代金=10億円、比率=%
出所) 東京証券取引所編『証券統計年報 (1999年版)』

そしてバブル崩壊期に入ると、1993年、1995～1996年および1999年を除いて前年比率は減少に転じているが、これはバブル崩壊期における株価動向とほぼ一致しているといえる。すなわち個人投資家は株価の急落に狼狽して市場から脱出を図り、市場への参加を見合わせたといえるであろう。この過程では株価急落だけでなく、大口投資家の損失補填を行ったいわゆる証券不祥事が摘発されて、個人投資家が証券市場への信頼を失ったことも指摘できる。さらに、1999年は個人投資家の売買代金増加率が委託売買代金合計の前年比を2倍以上も上回る状況であることは、一面からいえば個人投資家の投資動向が株価動向に支配され易いことを示しているといえる。いうまでもなく、株式投資は長期運用と分散投資を基本とするものでなければならないが、個人投資家の投資実態は株価動向の影響を強く受けているといえることは、上述の証券広報センター調査からも明らかであろう。

さらに投資信託についても、個人投資家のニーズに必ずしも応えた金融商品となっていないことが指摘される。バブル崩壊期では専門家による資産運用をキャッチフレーズにしながら、恰も百戦百勝が可能であるかのような印象を個人投資家に植え付けて、元本割れを生じて信頼を失ったことが伸びなかった要因の第一ではないかと考える。近年リスク分類を示して個人投資家に情報開示を積極化する等改善がみられるが、親子関係にある証券会社と投信運用会社の関係は、投信の株式売買注文の執行会社をみれば依然として断ち切られていないようである。

つぎに第2表は、3市場における委託取引の売り越し・買い越し状況を表したものであるが、興味深いことには、個人の売り買い動向をみるとバブル形成期を通じて売り越しになっていることである。株価上昇期にネットで売り越しになっていることは、個人投資家の株式投資が長期運用ではなく、株価が少しでも買値を上回れば直ちに売却して、他の銘柄を買付けるといふ証券会社の回転売買に乘せられていた側面があるともいえる。ブラックマンデーに関して米大統領に提出された報告書では、日本の投資家が短期売買に走る傾向があると指摘していることと一致すると考えられる。一般的な個人投資家はわが国株式市場が始めて経験した長期大型相場に乗り損ったのではないかと、或いは乗り得たとしても僅かの投資収益に満足して短期売買に走ったのではないかとと思われる。

バブル崩壊期では投資信託の売買動向も個人投資家と概して同様である。相場下降期に売り越ししているが、これと対照的な動きを見せているのが外人投資家の売買動向である。バブル崩壊期には市場シェアを高めながら買い越しを続けている。もちろん、彼等は投資戦略に基づいて行動しているわけであるが、日本株式市場が外人投資家の売買動向に左右されているといわれる所以であろう。

個人投資家が金融資産の運用に関して、安定性を重視して収益性を考慮しないのは、バブ

第2表 3市場委託取引の売り越し・買い越し状況

年	委託取引合計	個人投資家	投資信託	外人投資家
81	242,217	-424,929	-95,128	109,690
82	370,914	-330,488	17,515	181,731
83	582,381	-862,033	-69,021	726,405
84	126,739	-55,197	324,718	-1,921,908
85	686,433	-942,818	468,237	-869,207
86	707,405	-1,781,807	1,057,349	-3,787,176
87	784,030	-1,306,740	1,823,793	-7,192,764
88	3,447,744	-3,349,751	1,588,910	45,619
89	4,929,343	-2,659,182	1,938,929	-1,653,079
90	818,726	1,372,798	1,688,356	-2,548,950
91	1,118,890	-2,531,369	-1,515,664	5,621,552
92	1,091,743	-117,264	-4,249	841,014
93	950,761	-1,318,444	-238,385	1,384,579
94	780,912	-2,047,018	-1,505,323	4,113,073
95	-258,097	-343,007	-1,069,298	4,132,629
96	1,729,985	-2,302,529	-1,017,047	3,446,076
97	2,853,491	-873,087	-358,123	1,587,999
98	1,166,514	-814,599	-437,258	-299,317
99	1,821,409	-2,277,276	531,397	9,127,732

注) 単位：百万円、マイナスは売り越し金額
出所) 前掲書

ル崩壊の学習効果であるといえるし、リスク資産である有価証券とくに株式を選択することに躊躇するのは合理的であるともいえる。したがって極めて刺激的な個人投資家優遇税制でも採用しない限り、あるいは株式市場が本格的に上昇期を迎えない限り、直接投資の重要性を説いても家計資金が株式市場へ出動することはないのである。なお、証券税制の改正によって個人投資家が増加してドイツ株式市場が活況を取り戻していると伝えられているが、わが国では政府与党が直接投資の重要性を指摘しながらも、証券税制の改正が中途半端であるとの批判が絶えない。

(4) 株式分布状況調査

株式のストックに関する調査として、全国証券取引所協議会が行っている「株式分布状況調査」がある。そこで、同調査が行っている毎年度末現在における内国上場会社を対象とした株式所有状況と市場価格でみた株式保有状況に基づき、市場価格でみた株式保有状況の傾向を考察しよう。第3表は、市場価格でみた個人+投信株式保有状況を表したものである。

バブル形成期までは、株価上昇の長期的なトレンドとあいまって、市場価格による株式保有状況も増加の一途を辿っており、1982～1988年度末の年平均増加率は29.08%（最高1986年度末50.19%、最低1984年度末16.78%）に達しているが、なかでも投信の増加率は投資部門合計を上回る増加を示している（最高86年度末73.06%、最低84年度末17.30%、平均

第3表 市場価格でみた個人+投信株式保有状況

年度末	全投資部門		個人+投信			投信を除く金融機関		
	保有金額	前年比	保有金額	保有比率	前年比	保有金額	保有比率	前年比
81	89,484		25,469	28.46		32,767	36.61	
82	106,167	118.64	29,645	27.92	116.39	39,271	36.99	119.85
83	156,872	147.75	40,298	25.68	135.93	56,319	35.90	143.41
84	183,202	116.78	44,775	24.44	111.10	66,905	36.51	118.79
85	236,050	128.84	56,385	23.88	125.92	89,895	38.08	134.36
86	354,514	150.18	78,080	22.02	138.47	140,386	39.59	156.16
87	431,945	121.84	99,039	22.92	126.84	172,398	39.91	122.80
88	516,239	119.51	118,772	23.00	119.92	211,564	40.98	122.71
89	496,913	96.25	120,098	24.19	105.56	198,014	39.84	93.59
90	449,367	90.43	108,308	24.10	90.18	176,240	39.21	89.00
91	325,965	72.53	77,241	23.55	71.31	128,591	39.44	72.96
92	327,917	100.59	78,402	23.90	101.50	130,334	39.74	101.35
93	366,398	111.73	84,228	22.98	107.43	144,240	39.36	110.66
94	311,170	84.92	70,038	22.50	83.15	124,948	40.15	86.62
95	389,410	125.13	84,374	21.66	120.46	151,746	38.96	121.44
96	335,476	86.14	71,898	21.43	85.21	133,733	39.86	88.12
97	308,088	91.83	63,517	20.61	88.34	124,830	40.51	93.34
98	330,884	107.39	87,976	26.58	138.50	131,348	39.69	105.22
99	461,923	139.60	93,206	20.17	105.94	158,297	34.26	120.51

注) 単位：金額10億円、比率%

出所) 全国証券取引所協議会編『株式分布状況調査』

42.60%)。これは投信の株式保有数が小さいことも増加率が高くなった一因であるが、投信規模の拡大を一挙に実現するべく、投信資金を闇雲に株式運用したのではないかと疑われる。これは、1989年度末（既に株価崩壊が始まっていた1990年3月末）でも前年度末比増を示しているのは投信だけである（投信14.23%増、合計3.74%減）ことや株価崩壊過程では額面割れ投信が続出したことから明らかであろう。

さて、個人投資家の市場価格でみた株式保有状況の長期的なトレンドを考察すると、投信を加えた数値でも合計の増加率を下回った状況である。家計余裕資金の株式運用がおっかなびっくりの中で行われたと言える。漸く市場参加を果たした頃には、株式相場は天井に近かったのである。バブル崩壊期に入って株価が暴落し始めても、個人投資家は市場からの脱出を実行できず、打撃を一身に負ったといえる。前年比変化率をみると、89年度末では、合計が3.74%減と大幅に減少しているのに、個人は0.93%減（投信を加えると5.56%増）に止まっている。株価の大幅下落が止まらなかった1990年度以降になって慌てふためいて市場から脱出したのではなかろうか。

なお、バブル形成期を通じて所有株式数を増加させた金融機関と事業法人は合計を上回る前年比増加率を示している。

（５）今後の個人の有価証券投資行動について

以上の考察を通じて、個人金融資産の動向を左右する主要な要因である有価証券の今後の展望について述べることにする。

政策当局では1,400兆円といわれる個人金融資産の10%でも有価証券投資に向けられたら、沈滞し続けるわが国株式市場の活性化に繋がるという皮算用を弾いている。しかし、この皮算用には個人投資家が14兆円を元手に株式売買を繰り返して行うという前提がなければ、株式市場の活性化は一過性の現象に終わってしまう。株式市場（流通市場）が継続的に活況を維持するためには、たとえ現在の株式市況が底であるとして、個人投資家が株式投資額を増やしたとしても、その多くは buy and hold 戦略を採るであろうと思われる。また株式による資産運用は、長期・分散投資を行うべきであるとの PR 活動も漸く国民の間に周知したかに見える。それに反して家計の金融資産による株式市場の活性化を期待しても、それは暗黙裡に投資行動の短期化・投機化を促すものであり、家計の資産運用態度として好ましいとはいえないのである。したがって、個人金融資産に占める有価証券比率が増加したとしても、それが直ちに個人投資家の増加を意味せず、ましてや株式市場の活性化に作用するというのは、いささか早計に過ぎるのではないかと思われるのである。

4 おわりに

個人金融資産を巡る議論は、バブル崩壊後とくに家計の保有する金融資産の動向が経済の動向に密接に関係するものとして、また1998年4月から実施されることとなった日本版金融ビッグバン等の金融制度改革および他分野にわたる諸制度改革にも関係するものとして、これまで以上に注目を集めてきている。そこで本稿では、個人金融資産の動向に焦点をあて、それを巡る議論の諸研究の整理・紹介を行ったうえで個人金融資産関連の年次データを中心にとりあげ、その構成比および有価証券投資行動についての考察を行った。その結果、近年の個人金融資産の構成比に変化の兆しが少なからず認められるけれども、問題となる有価証券投資について、本来の意味で株式市場が活性化するためには、単に有価証券保有割合が増えるだけでなく、個人投資家を育む環境整備が急がれることを指摘した。

なお、残された問題の取り扱いとデータの整合性の問題から本稿では見合わせた計量的方法による分析が残されていることを考慮すると、本稿での考察は今後の本格的な研究を行う前段階としての予備的考察の域を出ないものである。

注

- 1) アンケート調査では、貯蓄保有額が減った理由の1つとして、株式や債券 価格の低下により、これらの評価額が減少したことがあげられている（平成5年以降は6番目で10%以内で推移、平成4年が

4番目で20%近くになっている)。

- 2) このレポートは、21世紀の資金の流れの構造改革に関する研究会報告書「家計の貯蓄率と金融資産選択行動の変化及びそれらのわが国の資金の流れへの影響について」のことを指しており、少子高齢化の進展、金融システム改革の進展、社会保障制度のあり方、情報技術の革新等、経済・社会の構造が大きく変容する中での、①家計貯蓄率の今後の動向、②家計による金融資産選択行動の今後の変化等について、非常に興味深い分析・検討が行われている。
- 3) また過去からの動向から推測して、2000年度から2001年度にかけての郵便貯金の大量満期金の他の資産へのシフト、しかも金融市場の動向によっては危険資産でもある有価証券等にもシフトする可能性が高まるとの報告を行っている。
- 4) なお二上は、財務省レポートで挙げられている諸要因、①少子高齢化、②社会保障制度、③日本的雇用制度の改革、④外為法改正を皮切りとする金融システム改革、⑤IT革命、⑥投資家教育の進展、⑦預金のペイオフ解禁という中で、少子化高齢化に代表される人口動態的な変化が最も重要異なる要因であるとしている。
また、ベクトルの反転が中長期的に継続しうるか否かは、それが一時的なものか、それとも構造的なものかに掛かっているとの指摘を行っている。
- 5) 二上〔2001〕による米、英、独3カ国の比較および日米における「家計部門の金融資産構成の変化(日米比較：1990年度末と1999年度末)」参照。また主要国の資金循環統計の詳細については、「欧米主要国の資金循環統計」(日本銀行調査統計局、2000年11月)参照。

参考文献

- 〔1〕春日教測・岩本志保「家計の金融資産選択行動とライフサイクル—「第6回家計における金融資産選択に関する調査」結果から—」『郵政研究所月報』No.138、2000年3月、4-17ページ。
- 〔2〕蟹江健一「日米両者間の家計の貯蓄行動と遺産・相続の実態—「貯蓄に関する日米比較調査結果」より—」『郵政研究所月報』No.101、1997年2月、31-51ページ。
- 〔3〕金融広報委員会『家計の金融資産に関する世論調査』(日本銀行情報サービス局)2001年9月。
- 〔4〕滋野由紀子「家族の変容が資産選択に及ぼす影響に関する分析」『調査研究レポート』(郵政省貯金局)Vol.11、2000年11月、26-57ページ。
- 〔5〕関雄太・林宏美「証券市場へシフトし始めた個人資金」『資本市場クォーターリー』2000年春、247-255ページ。
- 〔6〕東京証券取引所編『証券統計年報(1999年版)』1999年。
- 〔7〕日本銀行調査統計局「資金循環勘定からみた我が国の金融構造」『日本銀行調査月報』2000年12月、49-89ページ。
- 〔8〕林宏美「変化の兆しが見える個人の金融資産選択」『資本市場クォーターリー』1999年春、187-193ページ。
- 〔9〕二上季代司「個人金融資産の動向について」『証券レポート』(日本証券研究所)No.1595、2001年6月、1-12ページ。
- 〔10〕古藤久也「我が国家計の資産選択行動について—持家選好・年功序列賃金制度と株式保有—」『金融市場局ワーキングペーパーシリーズ2000-J-9』(日本銀行委金融市場局)2000年6月、1-27ページ。
- 〔11〕堀保浩「金融市場の変動と個人の金融資産選択」『郵政研究所月報』No.138、2000年3月、18-40ページ。
- 〔12〕牧寛久「家計の金融資産選択行動の実態—「第5回家計における金融資産選択に関する調査」」『郵政研究所月報』No.114、1998年3月、4-17ページ。

- [13] 松浦克己「家計調査、貯蓄動向調査からみた家計の貯蓄と消費、分配の動向」『郵政研究所月報』
No.143、2000年8月、39-63ページ。