

# 金融市場の変動と個人の金融資産選択

第三経営経済研究部研究官 堀 保浩

### [要約]

- ・郵便貯金が大量の満期償還を迎えるが、個人の金融資産選択は、事後的に見れば必ずしも効率的に行われている訳ではなく、金利や株価といった金融市場の動向にも影響されている。
- ・個人金融資産は99年6月末現在1332.8兆円となっているが、その内約55%が現金及び預金となっており、株式および出資金は全体の9.1%、株式のみでは5.9%に留まる。また、個人金融資産全体の伸びは、経済成長率や、金利・株価の影響も受けている。
- ・90年代に入り、金融資産間の資金の移動が顕著となり、現金・預金への資金シフトが見られる。定期性預金は、金利が高い時に伸び率も高まるが、現金及び要求払預金の伸びは、その逆の動きをする。ただし、直近においては、低金利下において定期性預金が増加している。郵便貯金の伸びは、銀行の定期性預金に近い動きをしているが、80年及び90年前後に特徴的な動きをしている。
- ・株式資産は、株価の影響を大きく受ける。80年代後半以降、株式資産への資金の流出が見られるようになるが、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。
- ・債券全体の資産は90年代に入り急速に減少している。種類別では金融債の割合が最も高い。金融債は90年のワイドフィーバー時に資産残高が急増しているが、これの満期にあたる95年以降は減少傾向となっている。95年以降は他の有価証券のフローも減少しており、満期償還金は預貯金等に流れた可能性が高い。
- ・預貯金の中では、金利が高くなると、相対的に定期性預金が選択される割合が高くなる。また、有価証券は90年以降資金の流出が続いているが、株価との関係から今後は有価証券の選好が高まる可能性も指摘できる。
- ・過去の動向から推測すると、郵便貯金の大量満期金は一旦は流動性預金や定期性預金に預け入れられる可能性が高いが、最近の金融商品を取り巻く環境変化から、今後の金融市場の動向によっては、有価証券等にも資金がシフトする可能性が高まると思われる。

### 郵便貯金の大量満期

先頃、郵政省より2000年度から2001年度にかけ

での郵便貯金の流出予想額が示された。それによると両年度合計でおよそ49兆円の郵便貯金が流出すると見込まれている。これは80年代後半から90

年代初めにかけての、バブル末期の高金利時代に預け入れられた10年物定額貯金の満期償還が、10年後にあたる2000年度以降集中的に出てくることによるものである。

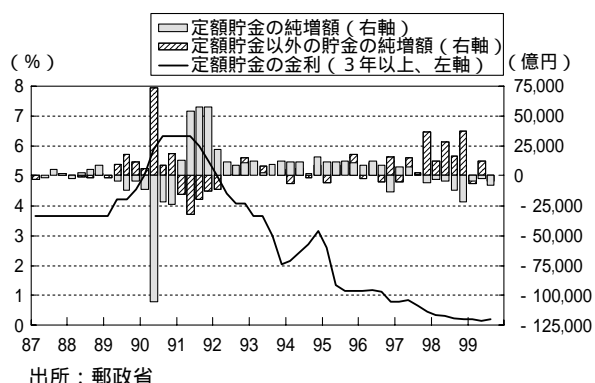
郵便貯金は、商品性や金利の水準により必ずしも常に平準的に預け入れられている訳ではない。図1は、郵便貯金の定額貯金と、定額貯金以外の純増額の推移を見たものである。89年から90年にかけては、定額貯金が純減となる一方で、それに見合う形で定額貯金以外の貯金が純増となっている。金額に違いはあるものの、91年から92年にかけては、これと逆の現象が見られるが、その後97年半ばまでは、概ねどちらもほぼコンスタントに純増している。97年半ば以降は、定額貯金以外の貯金の純増が目立っている。

多くの貯金が満期を迎える時期はこれまでもあったが、預入限度額を引き上げる等の措置の影響もあり、一時期にきわめて大量の償還を迎え、かつ、制度的に再預入不可能な金額がこれほどまでに膨らむのは、おそらく今回が初めてであろう。

郵便貯金の残高は、99年9月末現在で約256.6兆円となっており、簡易保険や年金資金と並び、国の財政投融资計画の中核を担う資金でもある。従って、一時的に大量の資金が流出することは、財政投融资計画にも少なからず影響を及ぼす可能性がある。もちろん郵便貯金としても、貯金の流出に対して何らかの策も講じているし、また流出した資金が、国債や財投債、あるいは資金運用部から資金を借り入れている機関が発行する財投機関債に向かえば、財政投融资の資金繰りとしての影響は軽減されるであろう。

ところで図1にも見られるように、金利のピークと定額貯金の純増額のピークは必ずしも一致していない。例えば10年国債の表面利率のピークは、直近では90年10月の7.9%である。郵便局の定額貯金金利(3年以上)も、90年9月17日から実施

図1 郵便貯金の純増額の推移



の6.33%がピークである。その後の金利の動向から事後的に判断すれば、90年後半に、預入期間が長い定額貯金(最長10年)や、10年物あるいは20年物の国債などに資金を振り向けるのが最も効果的であった。しかし、当時は短期の金利の方が長期の金利よりも高く(逆イールド)、5年物の利付金融債の表面利率は8.0%、それを預入元本方式にした金融商品であるワイドは9.606%の利回りとなり、募集期間末期にワイドを扱う長信銀などに預金者が列をなしたのは記憶に新しい。従って、このような現象の背景には、個人の資産選択に対する何らかの意図が込められていたものと判断できる。

預け入れをしていた金融商品が、満期償還を迎え、現金化され、その後再び何らかの金融商品に預け入れられるという点からみると、郵便貯金の流出見込額あるいは最終的な流出見込額ではなく、満期償還額である106兆円の行方が注目される場所である。別の金融機関に預け換えるという手間を考慮しなければ、郵便貯金に再び預け入れられる金額も、106兆円の資産選択の結果のひとつであると言える。しかも郵便貯金は、ほとんどが個人の預け入れであることを考えると、現在の金融環境の下での、個人の金融資産選択そのものを表している。

## 1 貯蓄に関する世論調査

それでは、個人はいかなる選好意識をもって金融資産の選択をしているのであろうか。これについては、貯蓄に関する調査がデータを提供してくれる。例えば、郵政省郵政研究所では、2年毎に「家計における金融資産選択に関する調査」を行っており、平成10年度第6回調査（平成10年11～12月調査）がこの程まとまったところである。また、貯蓄広報中央委員会は毎年「貯蓄と消費に関する世論調査」を行っている。しかし前述のように、事後的に見れば必ずしも個人の金融資産選択は効率的に行われている訳ではないし、世論調査の結果に違和感を覚えることも少なくない。例えば、貯蓄広報中央委員会が99年9月に発表した「貯蓄と消費に関する世論調査（平成11年）」では、「金融資産を選択する際に重視すること」の問いに対し、「元本が保証されている」との答えが33.8%と最も多く、しかもここ4年程で急速にその比率を高めている（図2 1）。ところが、元本が保証されている代表的な金融商品としては金融機関等の預貯金であるが、現在これらの利回りは概ね0.2%に満たない水準である。預貯金者はこれらの収益性を当然認識している筈であり、それでも敢えてこれらの金融商品を選択するのは、そこに何らかの意思が働いていると思われる。

同様に、「値上がり期待できる」との回答と、株式との関係を見ると（図2 2）、株価がピークを迎える80年代末にかけては「値上がり期待できる」と答えた割合はほぼ2～4%で推移していたが、その後、株価の下落とともにその比率が低下し、足許で再び高まりつつある。すなわち、株価が高かった80年代の、とりわけ後半に株式の比率を高めていれば、その後の株価下落により損失を被っている筈であり、株価が低かった90年代半ばに株式の比率を下げていたとすると、その後

図2 1 金融商品を選択する際に重視すること

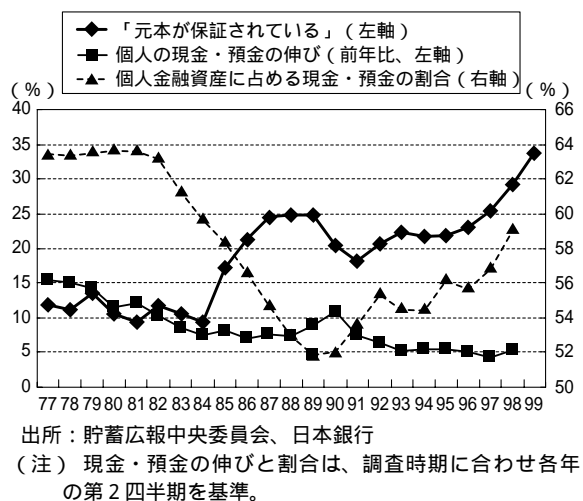


図2 2 金融商品を選択する際に重視すること

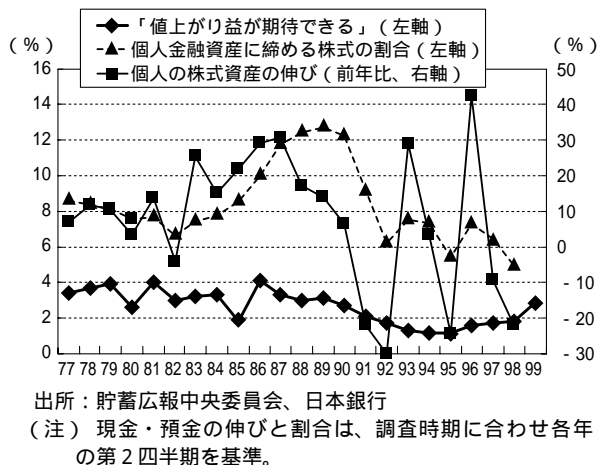
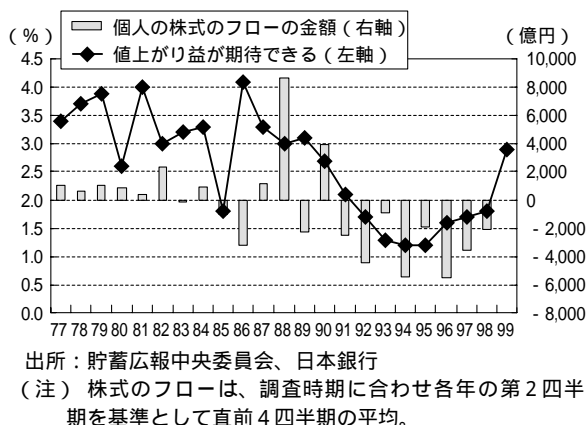


図2 3 金融商品を選択する際に重視すること



の株価の上昇を享受できないことになる。後述するように、ストックで見た個人の株式資産は、株

価の変動に大きく影響されているが、フローでも上記の関係は概ね妥当している(図2-3)。

このように個人の金融資産の選択は、金利や株価にも影響されていることがうかがえる。もちろん世論調査が間違っていると言うのではなく、「元本が保証されている」との答えが最も多い訳であるから、現在は、結果として預貯金が選択される可能性が高いのであろう。しかし資産選択の結果には、金融市場の変動も影響していると推測されるため、その関係を明らかにしようとしたものが本レポートである。

## 2 個人金融資産の全体像

日本銀行の「平成11年第2四半期の資金循環(速報)」によると、99年6月末現在の家計部門の金融資産残高は、1332.8兆円となっている。その一方で、金融負債残高も389.9兆円にのぼり、資産と負債の差額は943.0兆円である。資産を種類別に見ると、現金・預金が最も多く、その中でも定期性預金が約8割を占めている。株式・出資金は全体の約9.1%、株式のみに限ると5.9%となる。株式以外の証券は全体の約6.3%となっており、株式以外の証券の中では、国債・金融債といった債券が、21.8兆円であるのに対し、投資信託受益証券・信託受益権が59.4兆円となっている(表1、図3)。

投資信託は、株式投資信託と公社債投資信託に分類されるが、資金循環表では内訳は示されていない。社団法人「証券投資信託協会」の統計によれば、99年6月末現在の株式投資信託の純資産総額は50.2兆円であり、その内、株式投資信託が12.8兆円、公社債投資信託が37.3兆円である。株式投資信託の信託財産が、全て株式で構成されている訳ではなく、12.8兆円の純資産総額の内、実際に株式に投資されているのは6.6兆円である。すなわち全体の純資産総額に占める株式の組み入

表1 家計部門の金融資産の内訳

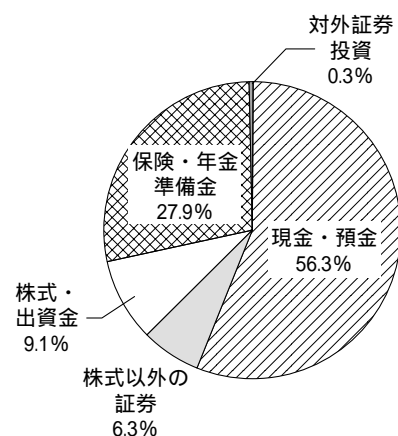
単位：億円

金融資産残高合計	13,328,177		
現金・預金	7,318,206	流動性預金	1,141,011
		定期性預金	5,858,813
		譲渡性預金	621
		外貨預金	19,255
株式以外の証券	824,098	国債	63,521
		地方債	3,941
		政府関係機関債	6,146
		金融債	137,544
		事業債	6,407
		投資信託受益証券	278,789
		信託受益権	314,855
株式・出資金	1,187,680	うち株式	783,362
保険・年金準備金	3,628,692	保険準備金	2,433,321
		年金準備金	1,195,371
対外証券投資	39,620		

金融負債残高合計	3,898,586		
民間金融機関貸出	2,378,445	住宅貸付	1,017,672
		消費者信用	383,784
公的金融機関貸出	899,944	うち住宅貸付	758,826

出所：日本銀行

図3 家計部門の金融資産構成



出所：日本銀行

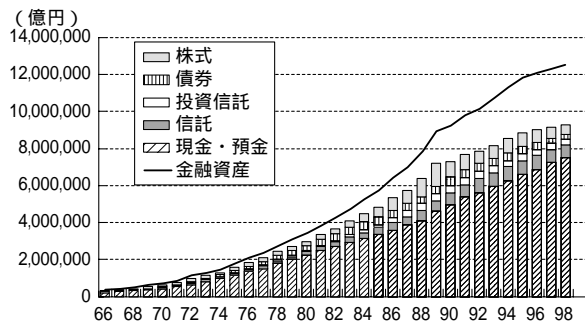
れ割合は13.1%である。これらの数字には、法人が保有している投資信託も含まれているが、家計

が保有している証券投資信託の受益証券もこれらの比率と同程度であると仮定すると、27.9兆円のうち13.1%に相当する約3.7兆円が間接的に株式で保有されていることになる。この額と、株式の額を合計すると、金融資産全体に占める株式等の比率は6.2%となる。

家計の金融資産は、金利や株価の変動の影響を受けながらも順調に残高が伸びてきた(図4)。金融資産と経済成長率の伸びを前年同期比で比較してみると、伸び率の絶対水準には差があるものの、緩やかな関係は見い出すことができる(図5)。

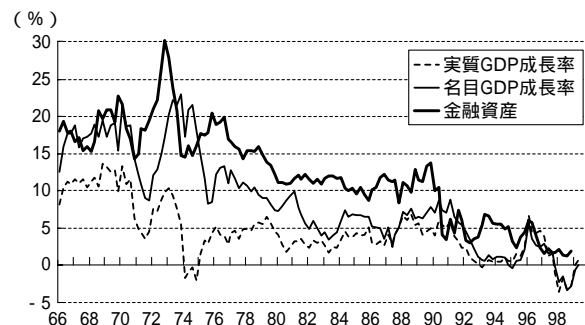
金融資産は、当然の事ながら金融市場の変動の影響を受ける。例えば預貯金は、所得の増加によって増えるが、そこから派生する利息によっても増加する。すなわち金利が高い時期には、同じ元本の預貯金でも、金利によって自己増殖的に増加する分も多くなる。また株式は、株価の上昇に

図4 家計の金融資産の推移(年末値)



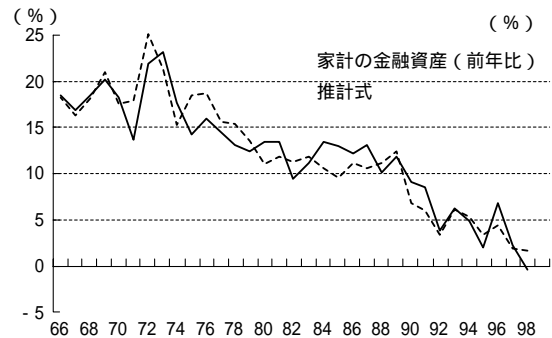
出所：日本銀行

図5 家計の金融資産の伸びと経済成長率



出所：経済企画庁、日本銀行

図6 家計の金融資産と経済環境



	定数項	名目GDP成長率 (前年比)	1年定期 預金金利	TOPIX (前年比)
係数	2.446	0.606	0.708	0.118
t値	2.511	7.251	2.793	5.538

決定係数(自由度修正済み): 0.875818

期間: 66年~98年(暦年)

出所: 経済企画庁、日本銀行、東京証券取引所資料より作成

よっても資産の額は増加する。これらから、家計の金融資産の伸びを、金融資産に大きな影響を及ぼすと思われる経済成長率、金利、株価によって回帰を試みた結果が図6である。

### (参考) 主要国の個人金融資産の内訳

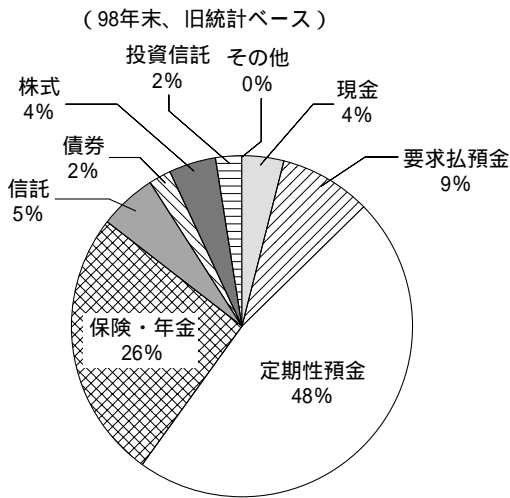
同じ時期での主要国の個人金融資産は図3 A、図3 B、図3 C、図3 Dで示してある。なお、日本の内訳は、資金循環統計の旧ベースを用いている。各国の統計の取り方や、金融商品の違いから、一律に比較することは困難ではあるが、総じて日本は銀行預金等の元本保証・確定利付型の金融商品の割合が高く、有価証券の割合は低いと言える。

### 3 現金・預貯金

預貯金は日本の個人金融資産の大半を占めている。99年6月末現在、現金と預金を合わせると金融資産の54.9%、流動性預金・定期性預金・譲渡性預金・外貨預金の合計では52.7%を占めている。

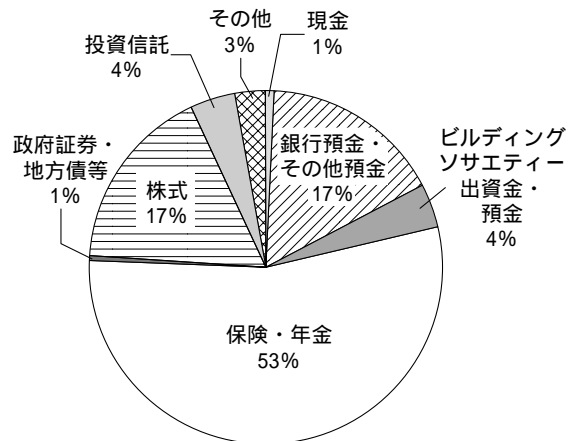
資産の伸びを前年同期比で見ると、現預金の伸びは、金融資産の大半を占めていることもあ

図3 A 個人金融資産の内訳



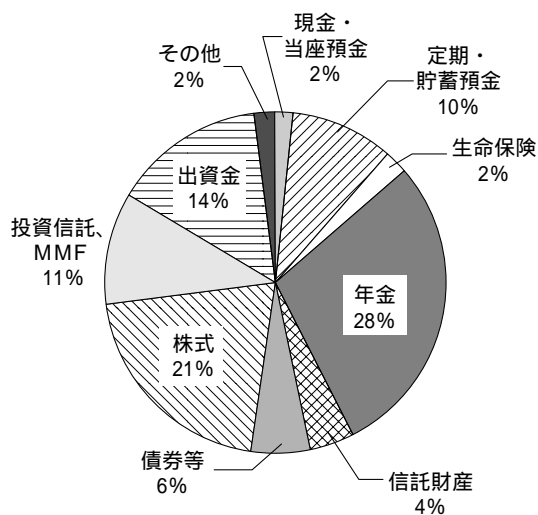
出所：日本銀行

図3 C 英国の個人金融資産



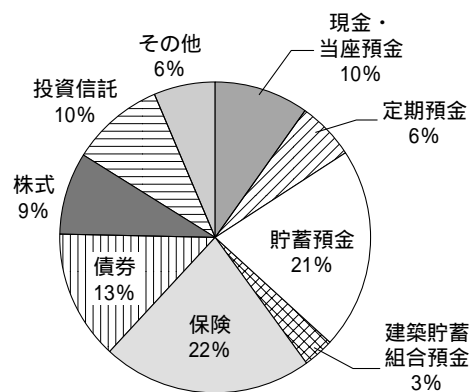
出所：国立統計局

図3 B 米国の個人金融資産



出所：FRB

図3 D ドイツの個人金融資産



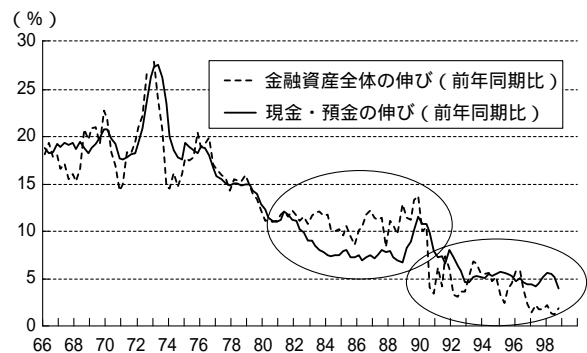
(出所：ドイツ連銀)

(注) 各国とも98年末現在

り、金融資産全体の伸びとかなり近い動きとなっている(図7)。その中で、80年代には長期間に渡り、金融資産全体の伸びを下回っている。80年代、とりわけ後半は株価の上昇が顕著であったため、資産全体が株価上昇の影響も受けて膨張していることもあり、これが伸び率の乖離に繋がっている可能性がある。反対に、90年以降は株価の下落により、その逆の現象が起きている。

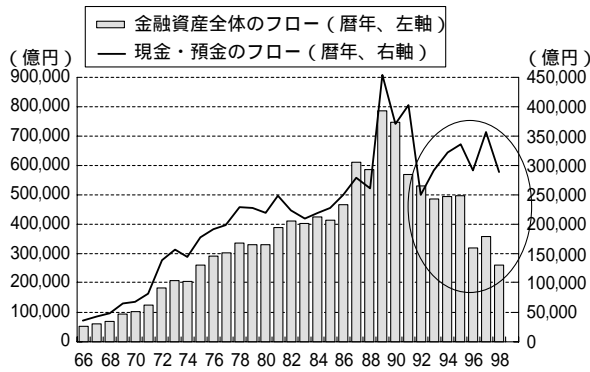
株価の影響を除くため、フローで比較してみると、金融資産のフローと現金・預金のフローは90

図7 金融資産と、現金・預金の伸び



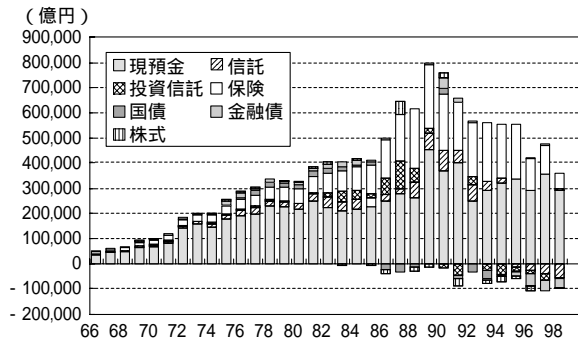
出所：日本銀行

図8 金融資産と現金・預金のフロー



出所：日本銀行

図9 金融商品別のフローの推移

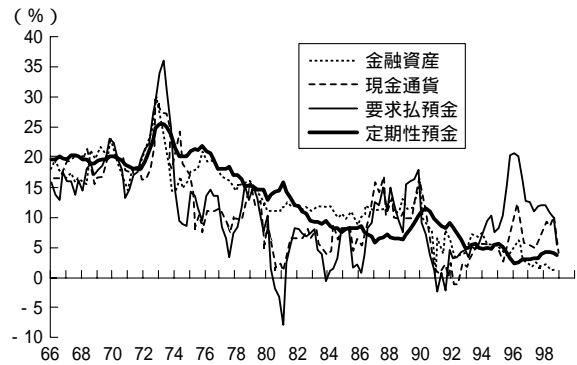


出所：日本銀行

年までは概ね近い動きとなっているが、91年以降は金融資産全体のフローは前年に比べて、横這いしないし減少しているが、現金・預金は増加傾向がうかがわれる（図8）。特に91年及び93～95年は、全体のフローが減少もしくは横ばいであるのに対し、現預金のフローは増加している。これは図9にも見られるように、金融商品別に見てもそれまではフローが流出超過となる金融商品はほとんど無かったものが、80年代後半、とりわけ91年以降、金融商品によっては流出するものも目立ち初め、異なる資産の間で資金シフトが生じ、他商品から現金・預金にシフトした結果である可能性が指摘できよう。

現金、要求払い預金、定期性預金に分けて伸び率を見てみると、定期性預金の伸びは、資産全体の伸びに近い推移をしているが、現金及び要求払

図10 種類別預金の伸び



出所：日本銀行

い預金はやや異なる動きをしている。また、現金と要求払い預金は極めて近い動きを示しており、この点においては、要求払い預金は貯蓄商品と言うよりも流動性を重視した現金類似商品と認識されていると言える（図10）。

現金・預金の伸びを、金利との関係において見てみると、さほど強い関係は見られないようである（図11）。しかし、現金及び要求払い預金と定期性預金に分けて見てみると、緩やかな関係が見い出せる。すなわち、現金及び要求払い預金と普通預金金利を見比べると、金利が上昇すると、現金・要求払預金の伸び率は低下し、金利が低くなると伸び率は高まる傾向がある。現金や要求払い預金といった流動性の高い金融商品は、金利水準といった収益性よりも、機会費用が意識されているようである。一方、定期性預金は、金利の上昇に合わせて預金の伸び率が高まる傾向が見られる。ただし、直近においては、超低金利が続いている中で、定期性預金が緩やかに伸び率を高めている（図12、図13）。

家計の金融資産、とりわけ現金や預金の残高は、賞与の影響を受け易く、四半期単位で見ると第2四半期と第4四半期に残高、フローとも金額が大きくなる。そこで現金及び要求払預金と定期性預金の、季節調整をしたフローを見てみると（図14）、前述同様に、現金・要求払預金のフローが少ない

図11 金利と現金・預金の伸び

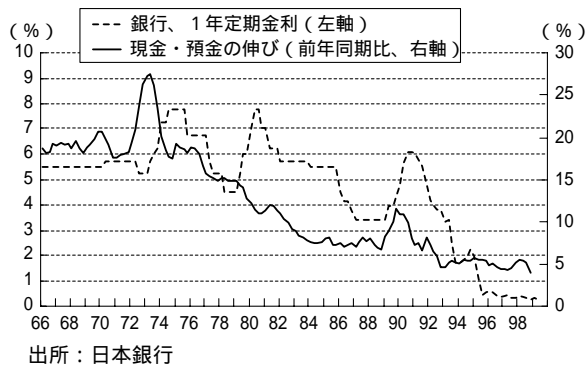


図14 季節調整済みのフロー金額

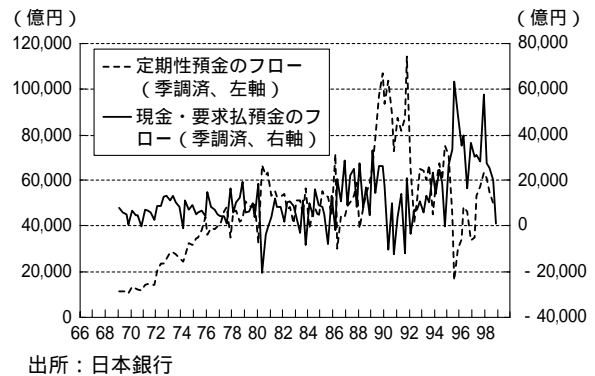


図12 普通預金金利と現金・要求払預金の伸び

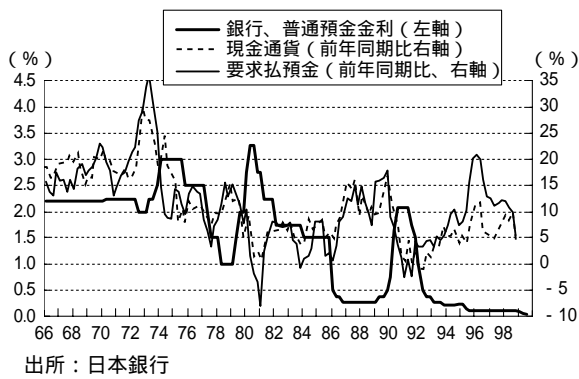


図15 定期性預金の占める割合

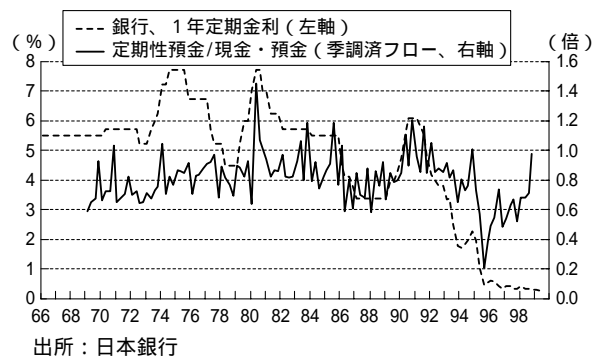
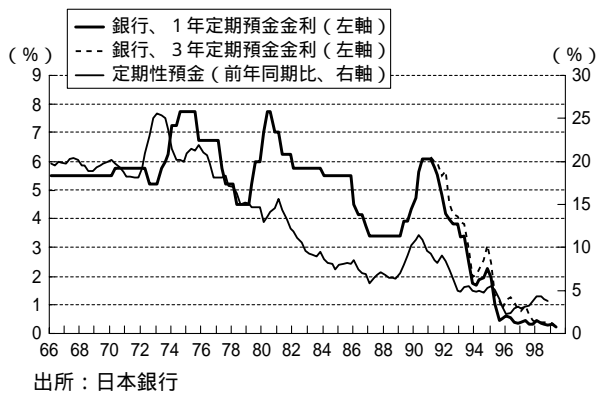


図13 定期預金金利と定期性預金の伸び



時は定期性預金へのフローが大きいことが分かる。現金・預金全体に占める定期性預金の割合で見ても（図15）金利が高い時には、現金や要求払預金よりも定期性預金に回される資金の比率が相対的に高いことが見てとれる（定期性預金の占める比率が1.0倍を上回るのは、現預金のフローが流出超過となった時である。定期性預金のフローは、

原数値では96年第1四半期及び97年第1四半期に流出超過となっているが、季節調整後のフローが流出超過となったことはない。従って、金利の高い時には預貯金の中では、定期性預金がより選好される、ないしは流動性預金から定期性預金に資金のシフトが起きると言える。ただし、最近では低金利が続く中でも、定期性預金に資金が流れていることは前述同様にここでも指摘できる。

郵便貯金の動向を、銀行預金（ここでは過去に遡ってデータが得られる都市銀行と地方銀行の合計金額を採用している）と比較して見てみると、趨勢的に預金、貯金とも伸び率が低下してきている。また、郵便貯金の動きは、銀行の要求払預金よりも、むしろ定期性預金の動向に、より近い傾向がうかがわれる。その中で異なった動きを見せた局面は、80年と90年である。いずれも定額貯金の金利が高かった時期であり、80年頃は、郵便貯



金の伸びと銀行預金の伸びが正反対の動きをしており、長期の高金利商品を持つ郵便貯金に資金がシフトした可能性が高い。90年頃は、やはり高金利の定額貯金へ資金が流れ郵便貯金の伸びが高まっているが、80年前後と異なり、その直前に伸びが大きく鈍化しており、その反動増も含まれている。90年から91年にかけて大きく鈍化したのは、80年の郵便貯金の伸びの急増の反動減と推測される。80年前後に大量に預け入れられた郵便貯金が90年に満期を迎え、一時的に流出したものが、当時高金利であったために、再び郵便貯金に回帰してきたと言えよう。この間、銀行預金は郵便貯金と逆の動きをしている（図16）。

今回大量満期を迎える郵便貯金は、90年頃に預け入れられたものが満期を迎えるためであるが、

図16 銀行（都市及び地方銀行）預金と郵便貯金

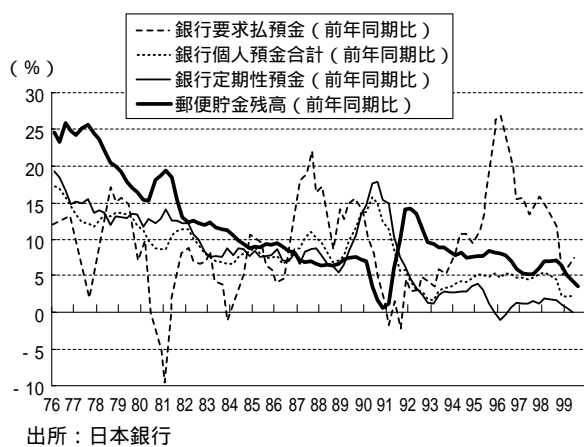
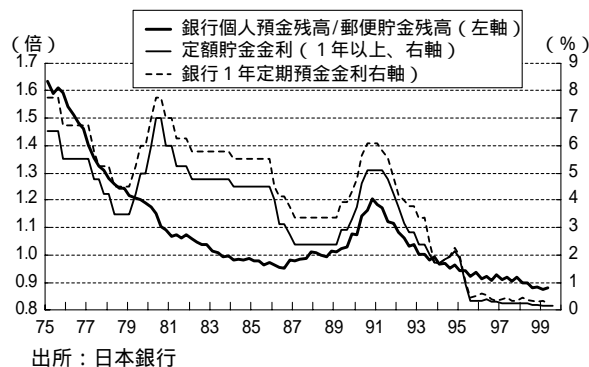


図17 銀行預金と郵便貯金の比率



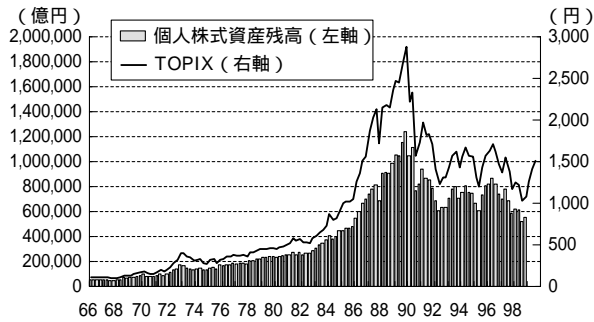
80年と90年の関係のみから推測すると、今回は、郵便貯金が銀行預金に大量に流れ出すことも考えられる。さらに90年台前半は高金利のため、再び郵便貯金に資金が回帰する環境が備わっていたが、今回は極めて低金利の状況下であり、郵便貯金への資金の大幅な再流入とはならない可能性も指摘できよう。また、個人銀行預金と郵便貯金との比率を見てみると（図17）、趨勢的に低下しており、この点でも銀行への預金シフトがうかがえる。この傾向は金利の推移とは関係が薄い。88年頃から91年にかけてその比率が上昇した時期があるが、これは73年以降約15年間300万円に据え置かれていた郵便貯金の総額制限額（預入限度額）が、88年4月に500万円、90年1月に700万円、91年11月に1000万円と比較的短期間に段階的に引き上げられていることによるものと思われる（表3）。金利の上昇と預入限度額の両面で、郵便貯金へのシフトが後押しされた形となっている。現時点において制限額の引き上げは予定されていないことから、この点でも郵便貯金が流出した場合の再流入の可能性は低いと言える。

#### 4 株式

家計の株式資産は99年6月末現在、出資金と合わせて118兆8千億円となっている。株式のみに限れば78兆3千億円である。図18は株式資産の推移であるが、他の金融資産と異なり資産残高が順調に増加している訳ではなく、株式市場の影響を大きく受けている。図19は個人株式資産の前年同期比の伸び率を、代表的な株価指数である東証株価指数（以下、TOPIX）の前年同期比（期末値）と比較したものである。グラフでも一目瞭然のように、株式資産の増減は株価の上昇に負うところが大きい。（資金循環統計の旧統計では、株式に限り時価評価が適用されていることにもよる。）

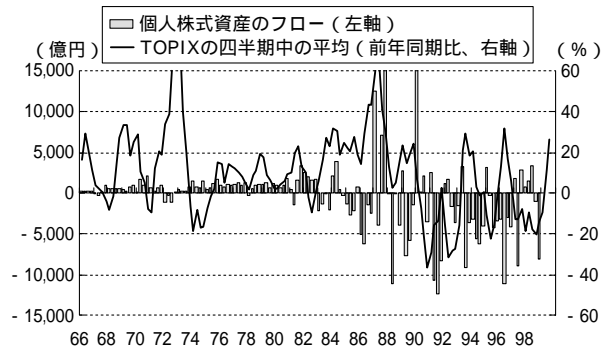
そこで、なるべく株価の影響を排除するために、

図18 株式資産とTOPIX



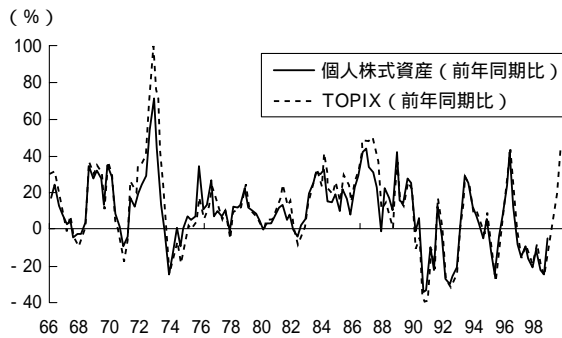
出所：日本銀行、東京証券取引所

図20 株式のフローとTOPIX



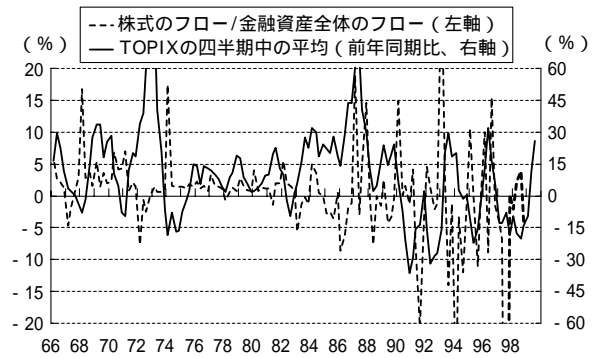
出所：日本銀行、東京証券取引所

図19 株式資産とTOPIXの伸び



出所：日本銀行、東京証券取引所

図21 株式のフローの占める割合



出所：日本銀行、東京証券取引所

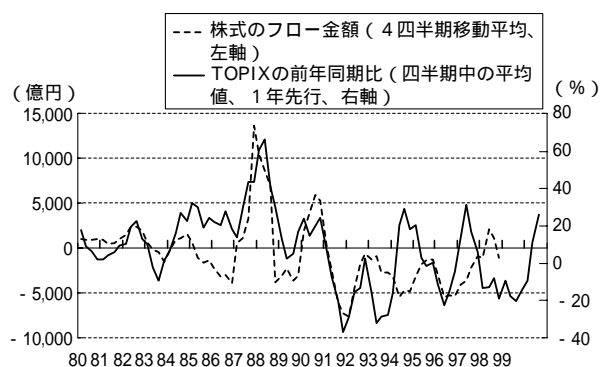
株式資産のフローと株価との関係を見てみると（図20）、ストックの伸びほど明確な関係は見られない。また、株式のフローの金額は、80年代の前半まではあまり大きな変化が見られない。金融資産のフロー全体に占める株式のフローの割合、すなわち増加した金融資産のうち、どれだけ株式に資産を振り向けたかを見て、一時的な変動を除けば、概ね±5%程度の範囲内に収まっている（図21）。この間の株価の変動は80年代以降と比べてもさほど大差がないことからすると、家計において株式という資産がまだ馴染みの薄い資産であり、株式市場の市況の変化に応じて積極的に保有割合を変化させていく対象の資産では無かったと推測される。

図20のように、フローの金額で見ても四半期単位の資金移動は振幅が大きい。そこで4四半期の移動平均をとり、TOPIXの騰落率と比較したも

のが図20 2である。

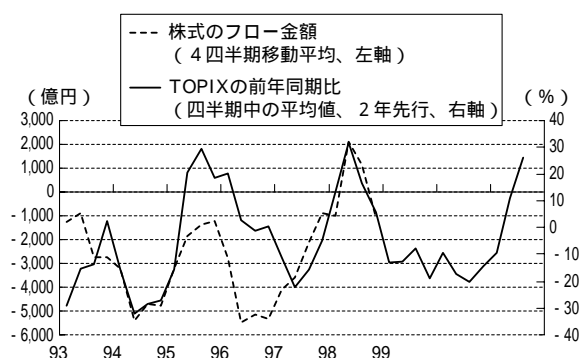
図は株式のフロー金額に変化が見られ始めた80年以降を見たものであるが、バブル崩壊直後の92年頃までは、TOPIXに概ね1年程度の先行性が見られる。すなわち、株式が1年程度に渡って上昇を続けたのを見て、その後1年かけてフローの金額も増え始めるといった関係である。93年以降はこの関係が崩れているように見えるが、さらにTOPIXを2年先行させたものが図20 3である。2年先行させることにより、上記のような関連性が見出せるのだが、株価が上昇した後、1年おいて、2年目以降フローの金額が伸びてくるというのは、実際の投資行動に照らし合わせてみると合理性を欠くように思える。むしろ、バブルが崩壊し、株価が大幅に下落し、投資意欲が著しく減退した状況下においては、それ以前に比べ、より株

図20 2 株式のフローとTOPIX



出所：日本銀行、東京証券取引所

図20 3 株式のフローとTOPIX



出所：日本銀行、東京証券取引所

式に対する投資行動が慎重化したと見るべきであろう。

株価は80年代の後半から上昇のペースを加速し、89年末にピークを付けるが、この間、株式のフローは株価の上昇とは反対にむしろ流出傾向である。もちろん前述のように、ストックと株価の関係は非常に強いため、それまでに保有していた株式が株価上昇の恩恵を受けたことは間違いがないが、この間に、追加的に株式に資金を投入し、新規資金まで株価上昇の恩恵を受けたとは言い難い。87年第4四半期に38.8兆円の大量のフローの流入があるが、これはNTTの民営化後初の株式売り出しによるものと思われる。これを除けば、85年第1四半期から89年第4四半期までの4年間で、3.3兆円の流出となっている。90年以降は、一時的に株価が上昇する局面もあるが、株式市場は総

じて軟調な推移となり、個人の株式のフローも流出傾向が強くなり、またその金額も相対的に大きくなっている。

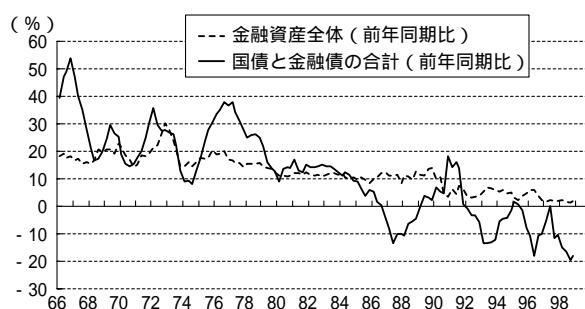
株価は98年後半を底に上昇基調となってきたが、前述のようなタイムラグを考えると、すぐに株式に資金が流入するとは見込み難い。しかし、フロー金額の流出額も、振れはあるものの着実に減少してきており、株価の上昇基調が長期に渡るような状況となれば、株式への資金シフトも起こりうる素地が整いつつあると言えよう。

## 5 債券

個人の債券の保有額は意外に少ない。99年6月末現在の、国債・地方債・政府関係機関債・金融債・事業債の合計は21.8兆円で、株式の3割にも満たない。比較的金融資産に対するリスク回避傾向の強い日本においては、やや違和感を感じる。金融資産全体の伸びと、現金・預金の伸びは比較的近い動きをしているが、確定利付の金融商品という点では預金に近い性格を持つ債券は、全体の伸びとも異なる動きをしている。とりわけ80年代後半は異質な動きとなっている(図22)。すなわち80年代半ばまでは、伸び率に差はあるものの、資産全体の伸び率が高まっている時には、債券の資産の伸び率も高まっている。しかし80年代半ば以降はほとんど関連性が見出せない。

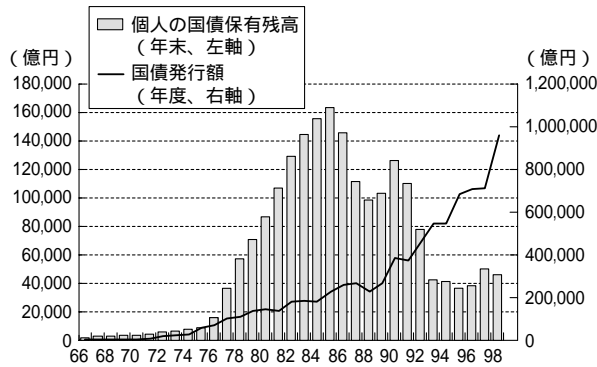
99年6月末現在、債券の保有額は21.8兆円であ

図22 金融資産と債券の伸び



出所：日本銀行

図23 国債保有残高と発行額



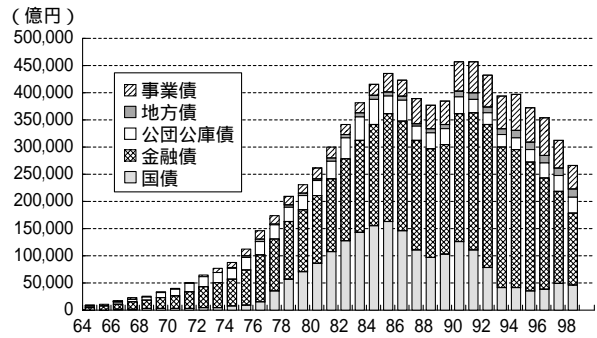
出所：日本銀行

るが、債券を内識別に見ると国債と金融債の比率が高い。70年代半ばまでは公団公庫債の残高が国債の残高を上回っていたが、その後は国債の大量発行の影響も受け、80年代半ばまで国債の残高が急速に増加している（図23、24 1、24 2）。以下、金額的にも大きく、四半期データが遡って入手可能な国債と金融債について見ていくことにする。

国債保有額の残高は、70年代後半から急速に増加している。その後85年第4四半期末の16.4兆円をピークに残高は急速に減少に転じている。国債の発行額は、80年代半ば以降も着実に増加しており、発行残高に占める個人の保有割合は急速に低下していることになる。

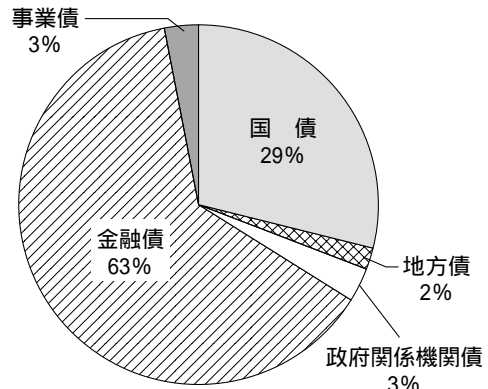
国債の保有残高に影響を与えられとされる制度的な要因のひとつに税制が挙げられる。個人が少額の国債を保有するに当たって、受取り利息が非課税となる「少額公債特別非課税制度（いわゆる特優）」が1968年4月に導入された。当初は額面50万円であったが、その後72年1月に100万円、74年4月からは300万円に増額されている。88年4月には、特優は老人等に限定され、94年1月に350万円に増額され現在に至っている。特に影響度合いが大きいと推測されるのは、74年4月の300万円への増額と、88年4月の一般向けの廃止であろう。74年4月に300万円に引き上げられて

図24 1 種類別債券保有残高（年末値）



出所：日本銀行

図24 2 種類別債券保有残高（99年6月末）



出所：日本銀行

暫くした時期から徐々に残高を高め、特にフローで見るとこの頃から国債への資金の流入が増え始めている（図25）。しかし、88年4月の一般向け特優の廃止時期には、既にそれ以前から国債の保有残高は減り始めており、逆に制度廃止以降にフローの金額が増加した時期も見られ、制度の廃止が国債の保有に影響を与えたとは言い難い。これは、この時、広く金融商品全般に渡る貯蓄税制も同時に見直されており、少額貯蓄非課税制度（いわゆるマル優）も同様に老人等に限定されたこと、一般財形の特優も廃止されたこと、預貯金・公社債の源泉分離課税率がそれまでの35%から20%になったことなど、幅広い税制改正が行われており、特優が無くなったからといって取って代る国債を他の貯蓄商品に預け替えるメリットが無かったことも影響していると思われる。

図25 国債のフロー（暦年）

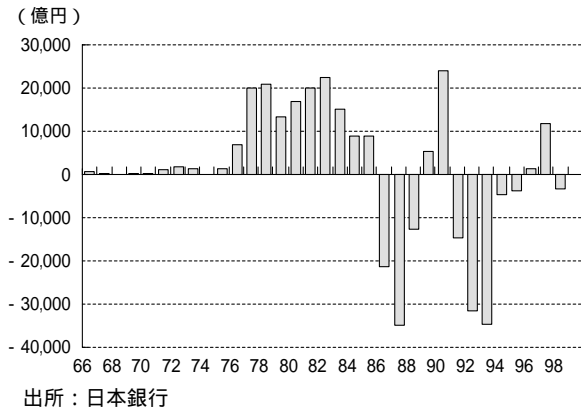


図28 国債の残高と金利

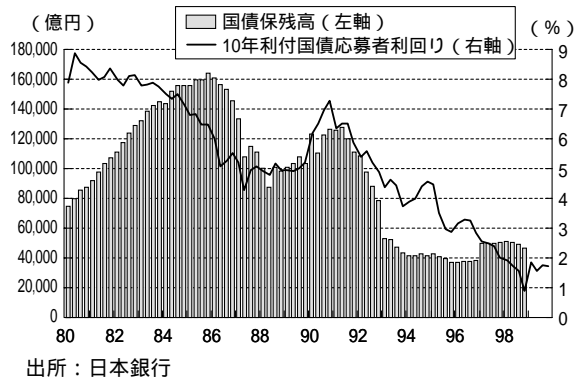


図26 国債保有残高の伸びと金利

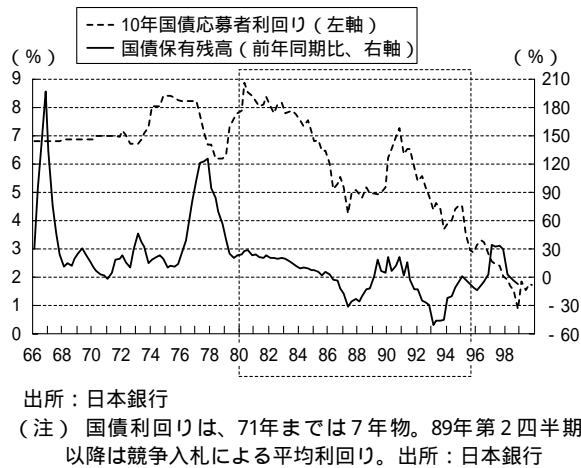


図29 国債のフローと金利

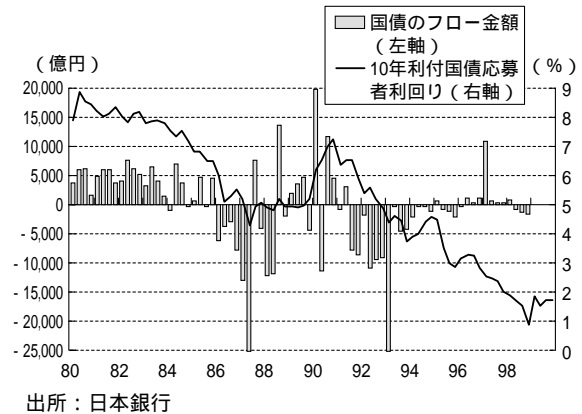
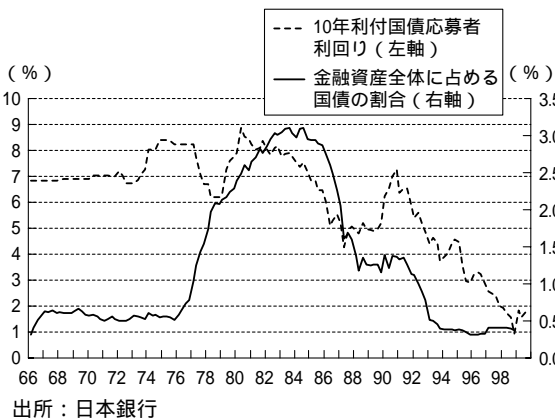


図27 金融資産に占める伸びと金利



国債の残高及び伸び率を、金利の推移と比較してみると、図26に見られるように、80年代以降、90年代の半ば頃までは金利との間に関連性が見える。すなわち、金利の低下局面で債券の保有額が

減少し、金利の上昇に合わせて保有額が増える傾向にある。フローで見ると、より関連性が高いようである(図29)。直近において最も金利が高かった時期は90年10月であり、この時の10年国債の表面利率は7.9%であった。国債のフローを見ると、それに先駆けて90年第1四半期には1兆9516億円の過去最大の流入を記録し、90年第3四半期にも1兆1424億円の資金が流入している。ただし、国債保有額の金融資産に占める割合を見ると、もともと国債の保有割合は金融資産の数パーセントに過ぎないのであるが、この時期に割合が特に高まっている訳ではなく、金融資産全体の伸びと同程度の伸びに留まっていることになる(図27)。

債券保有額のもうひとつの大きな柱が金融債である。99年6月末現在で、5債券合計21.8兆円のうち13.8兆円、約63%が金融債で保有されている。

金融債の残高は、80年代前半に緩やかに増加した後、80年代後半はほぼ横ばいで推移している（図30）。90年に入り急速に残高の増加が見られるが、これには金利の上昇が影響していると思われる。利付金融債5年物の表面利率が直近において最も高かったのは、国債と同様に90年10月であり、8.0%であった。利付金融債を預入元本方式で、途中の利息も表面利率と同じ利回りで複利運用したワイドは、その利回りが9.606%となり、これを扱う金融機関に預金者が殺到したことは有名である。フローの金額で見ても（図31）、90年第4四半期には3.3兆円の流入超過となっている。これを機に利付金融債およびワイドの認識が高まり、その後の金融債の残高の増加に寄与したことが考えられる。

その後、95年半ばから残高が減少の一途を辿っている。まず第1に、90年後半の高金利時期に購

図30 金融債の残高と金利

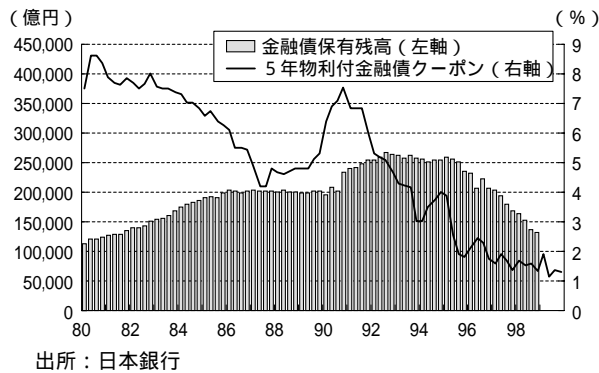
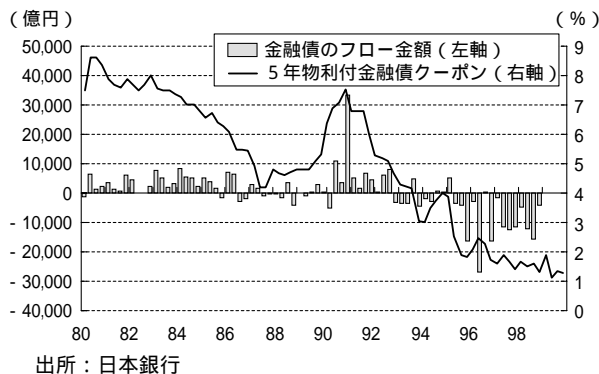


図31 金融債のフローと金利



入した5年物の利付金融債の償還時期にあたるのが最大の要因であろう。さらに、表面利率の急激な低下が挙げられる。95年2月には4.0%だったものが、95年12月には1.7%まで、2.3%低下している。同時期の10年物国債の応募者利回りは4.511%から2.907%へ、1.6%の低下であったことを考えると、相対的に利付金融債の魅力が低下したと言えよう。

利付金融債について、もう一つの重要なことは、長信銀の動向であろう。利付金融債は日本興業銀行、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行の長信銀3行のほか、商工組合中央金庫、農林中央金庫、東京三菱銀行（従来の東京銀行）、全国信用金庫連合会により発行されている。しかし、発行金額は圧倒的に長信銀3行が多い。図32は95年以降の利金債のフローであるが、金融システムの不安、とりわけ長信銀3行の動向により、金融債が大きな流出を見ている。

それではこの利率の高い利付金融債の償還金（フローの流出は必ずしも償還金だけではないが）は、どの金融資産にシフトしていったのだろうか。図33-1は主な金融商品の年間のフローの金額であるが、この間、現預金と保険を除く他の金融商品は、ほとんど流出超過になっている。わずかに資金の流入が見られるのは、国債が96年に流入に転じ、97年は1.2兆円の流入超になって

図32 金融機関の動向と金融債のフロー金額

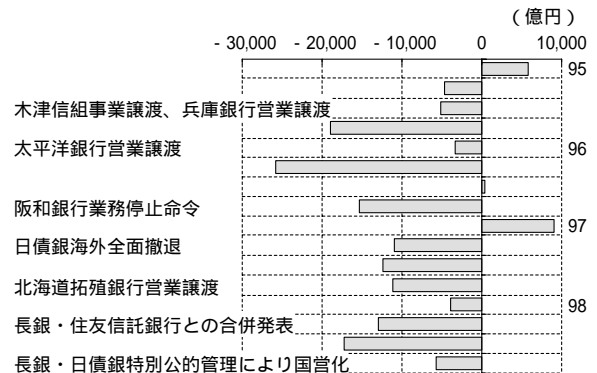
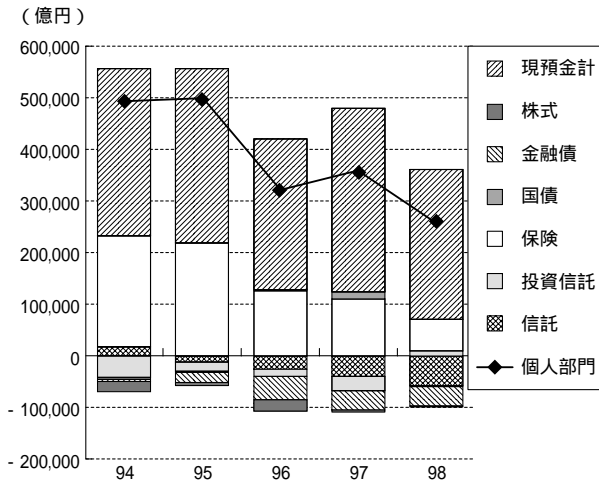
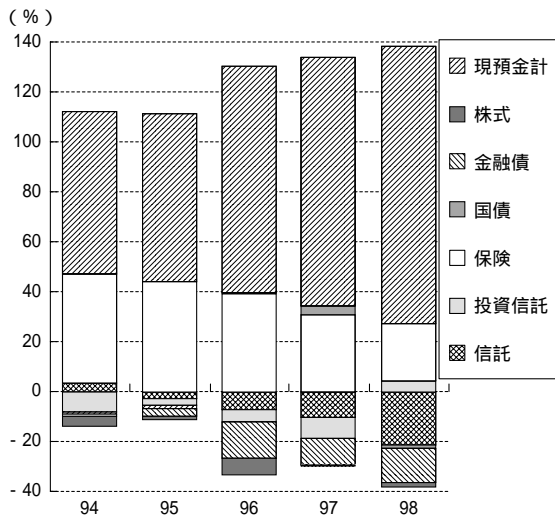


図33 1 金融商品別のフローの金額



出所：日本銀行

図33 2 フローに占める商品別の割合



出所：日本銀行

いるのと、投資信託が98年に流入超に転じるくらいである。フローに占める各金融商品の割合でも（図33 2）この構図は当然変わらないが、特に現預金等の比率が顕著に高まっているのが分かる。

従って、95年からフローの流出が始まり、96年には年間で4.6兆円の流出超過をみた金融債の資金は、結局、現金や預金に吸収されていった可能性が高いと言える。

## 6 金融資産間の動き

次に預貯金の間、及び預貯金と有価証券の間に、金融市場の変化に対していかなる関係があるか見てみよう。

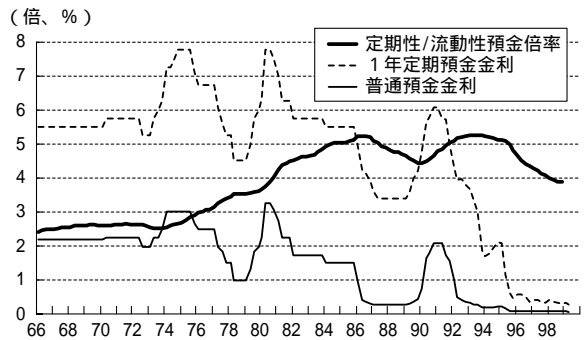
### 6.1 定期性預金と流動性預金の関係

現金・預貯金の項目で述べたように、現金と要求払預金は比較的似通った資産の推移をしている。そこで、現金及び要求払預金の合計額と、定期性預金の額を見比べ、いわゆる金融資産の中での流動性選好を見てみよう。

図34 1は、定期性預金のストックの金額を、現金及び要求払預金のストックの金額で除したものの（以下、定期性/流動性預金倍率、又は単に倍率という）を預金金利の推移と比較してみたものである。70年代前半までは2倍台で安定的に推移しているが、その後80年台半ばにかけて趨勢的に定期性預金の割合が増加している。前述のように、金融資産間で資金の出入りが始まる80年台半ば以降は、その割合にも変動が見られる。

図34 2は、同じものを85年以降について見たものである。定期性/流動性預金倍率は、預金金利の水準と似たような関係が見られる。倍率が金利水準にやや遅行しているが、倍率は直前4四半

図34 1 定期性/流動性預金倍率と預金金利



（注）定期性/流動性預金倍率は4四半期の移動平均。

1年定期預金金利は、91年以降は預入額300万円未満のもの。

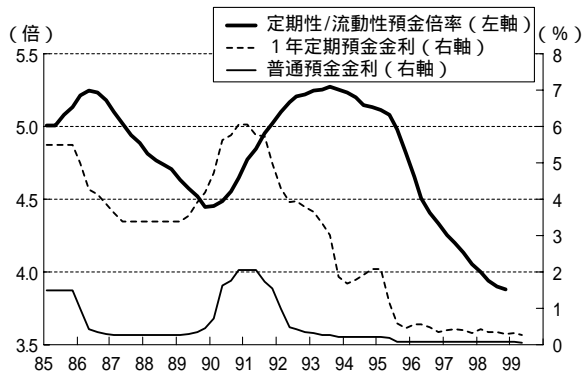
出所：日本銀行

期の移動平均をとっているため、1年の運行関係から言えることは、「金利が上昇すると、その後1年程度にわたり、定期性預金の割合が増加する。」という関係である。これは、同様にフローでみた定期性/流動性預金倍率と金利の関係を比較した図36からも分かるように、金利のピーク時においてフローの定期性/流動性預金倍率が高く、金利が上昇すると定期性預金に資金がシフトする傾向がうかがわれる。ただし、直近の金利のピークは90年第4四半期であったのに対し、定期性/流動性預金倍率のピークは93年第3四半期と、大幅に遅行しており、金利が低下を始めてからも定期性預金に資金がシフトしていたことを示している。

その後は一貫して倍率は低下しており、歴史的な低金利と、低金利の長期化を受けて流動性預金へのシフトが止まらない状況となっている。ただし、96年以降は、緩やかではあるが定期性預金の伸び率が高まり、要求払預金の伸び率が鈍化しているため、この倍率の低下傾向にも歯止めがかかりつつある。

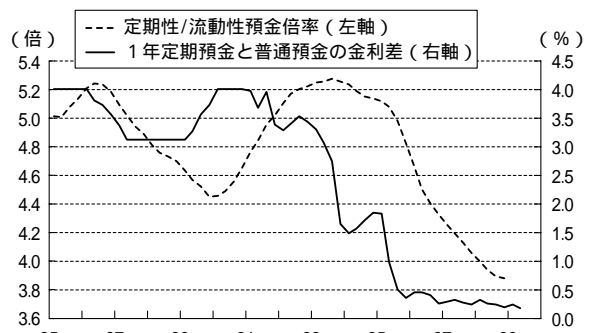
代表的な定期性預金である1年定期の金利と、代表的な要求払預金である普通預金の金利差を、定期性/流動性倍率と比較したものが図35である。

図34 2 定期性/流動性預金倍率と預金金利 (85年以降)



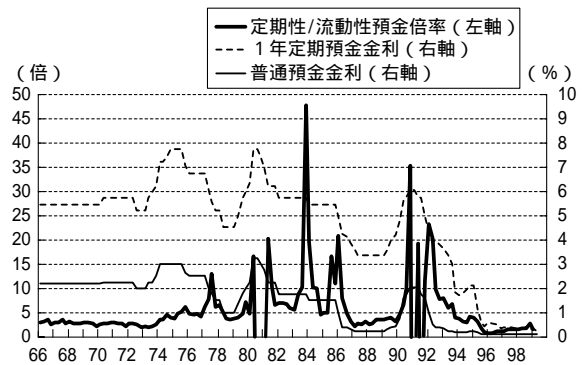
(注) 定期性/流動性預金倍率は4四半期の移動平均。  
1年定期預金金利は、91年以降は預入額300万円未満のもの。  
出所：日本銀行

図35 定期性/流動性預金倍率と預金金利差 (85年以降)



(注) 定期性/流動性預金倍率は4四半期の移動平均。  
1年定期預金金利は、91年以降は預入額300万円未満のもの。  
出所：日本銀行

図36 定期性/流動性預金倍率と預金金利



(注) 定期性/流動性預金倍率は4四半期の移動平均。  
1年定期預金金利は、91年以降は預入額300万円未満のもの。  
出所：日本銀行

金利選好が高ければ、金利差の拡大によって、より高い金利を求めて、資金がシフトするとの考え方から検証したものであるが、金利の絶対水準でみた場合と大きな違いは見られない。ただし、預貯金金利の自由化が完了したのは、94年10月であり、それまでは預貯金金利も現在に比べて硬直的であったため金利選好が働きにくかった。しかし、最近では、預貯金金利は自由化されていても、金利の絶対水準が低く、金利選好が働きにくい状況である。今後自由化された金利体系下において、金利の上昇が見られた時には、これまでと異なる動きをする可能性もあろう。



## 6.2 現金・預金と有価証券の関係

現金や預金といった安全資産と、キャピタルゲインも期待できる有価証券との関係を見たものが図37である。ここでは株式、債券といった有価証券に、証券投資信託を加えて有価証券と総称している。

現金・要求払預金・定期性預金の合計額を、有価証券の合計額で除したものの（以下、現預金/有価証券倍率という）の推移を見てみると、やはり80年代半ばまでは比較的安定していたものの、その後は変化が見られる。80年代後半の株価の上昇に合わせて現預金/有価証券倍率が低下、すなわち有価証券の割合が上昇している。逆に株価が下落に転じた90年以降は、ほぼ一貫して現預金の割合が上昇し続けている。

株式のところでも述べたように、ストックの株式資産は株価の影響を大きく受けるため、株価の変動によってストックで見た現預金/有価証券倍率も影響を受けるが、90年代は国債や金融債も概ねフローが流出超過となっており、倍率を低下させている。

株価の影響をなるべく排除し、フローの金額で現預金/有価証券倍率を見たものが図38である。フローの金額は短期的には大きく変動するため、図では4四半期の移動平均をとっているが、それでも80年代後半は振幅が大きくなっている。現預

図37 現預金/有価証券倍率と金融市場

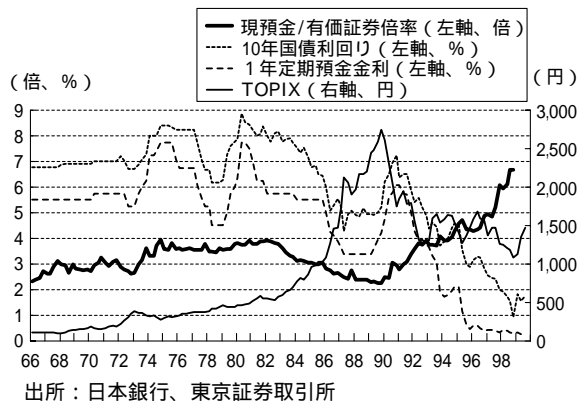


図38 現預金/有価証券倍率と金融市場(フロー)

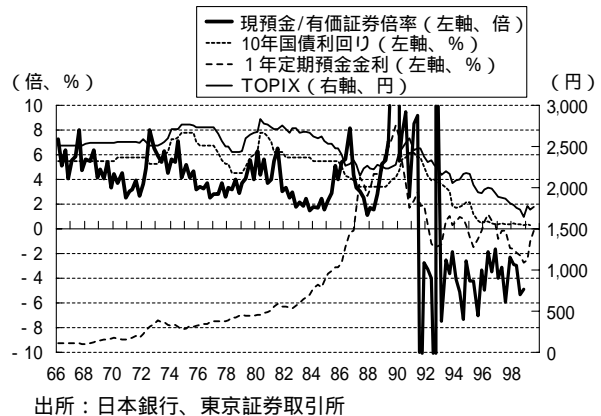
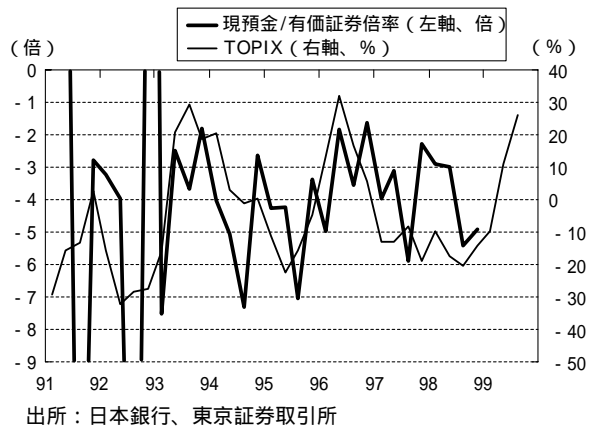


図39 現預金/有価証券倍率と株価(フロー)

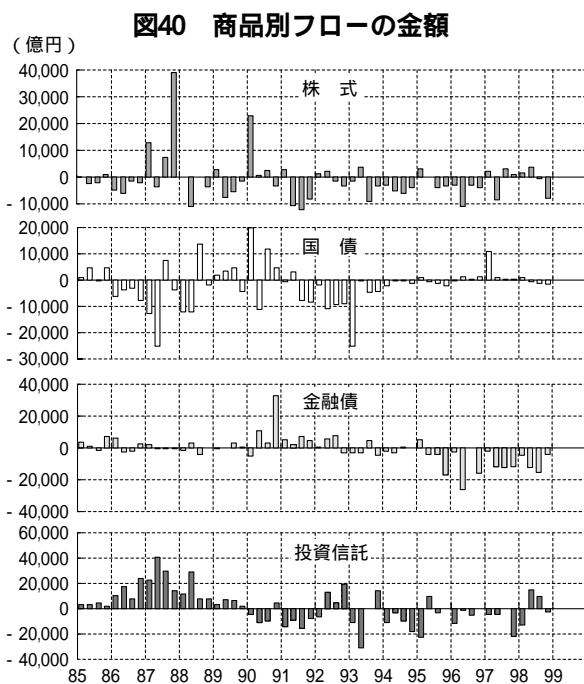


金の大半を占める定期性預金のフロー金額がマイナスになることはほとんど無く、従って現預金全体の移動平均の金額も常にプラスとなっているが、有価証券は株式だけでなく、債券や投資信託を加え、かつ4四半期の移動平均をとっても91年第3四半期以降は、92年第4四半期を除き直近までマイナスが続いている。

フローの流出が常態化した91年以降について見てみると（図39）現預金/有価証券倍率はマイナスながらも、TOPIXの前年同期比と関連性が見られる。すなわち、株価が上昇すれば現預金に比べて有価証券のフローの流出が緩和されるというものである。98年後半をボトムに株価は上昇に転じてきており、今後の株式市場の動向によっては、有価証券のフローの流出が止まり、現預金/有価

証券倍率の上昇にも歯止めがかかる可能性がある。

また、図40は、代表的な4種類の有価証券のフローの金額の推移を見たものである。これまでも述べてきているように、90年代はほとんどフロー資金の流出となっているが、足下で投資信託にやや資金の流入の兆しが見られる。外資系の運用会社の参入による運用成果の競争激化、銀行を始めとする金融機関の窓販の開始やインターネットの利用に見られるように販路の多様化など、投資信託を取り巻く環境は整いつつある。投資信託は、フローの金額で見ても株式や債券と並ぶ大きな金額を占めており、ストックで見ると、株式には及ばないものの、債券の合計額を上回る。投資信託の主な投資対象は、株式や債券であるため、投資信託が増加するということは、間接的に株式や債券の保有が増加することを意味する。少額な資金でも分散投資が可能で、比較的投資資金の小さい個人にとっては、現預金以外の資産形成としては効果的な金融商品であるため、今後販売チャ



出所：日本銀行

ネルの拡大により投資信託が増加傾向となる可能性を持っている。今後の投資信託の動向は、現預金/有価証券倍率に影響を与える可能性も生じるであろう。

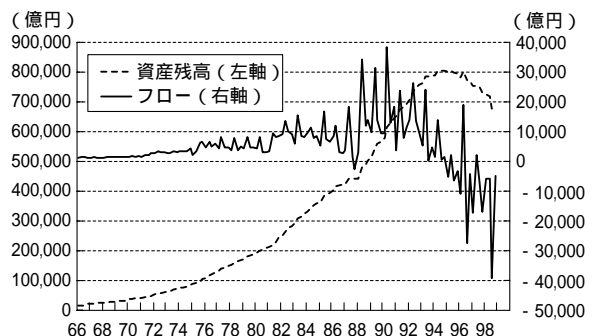
## 7 信託・保険

信託受益権は、99年6月末現在31.5兆円で、全体の約2.4%となっている。残高は94年までは順調に増加してきたが、95年以降は、暦年でもフローが純減となり、残高も94年末の80.6兆円をピークに減少の一途を辿っている（図41）。

資産の伸びを、金融資産全体の伸びと比較すると、概ね似通った推移をしている（図42）。81年から82年にかけて金融資産全体の伸びを大きく上回っている局面が見られるが、これは、81年6月から貸付信託の一種であるビッグの販売が開始されたことが影響していると思われる。

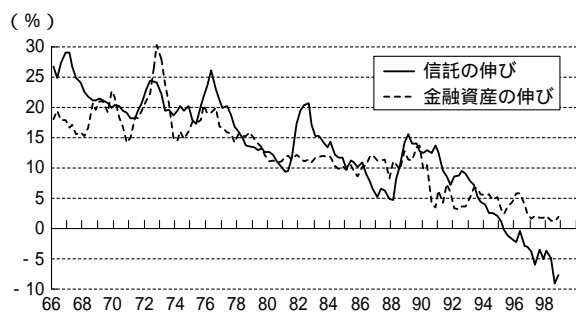
信託の伸びは、金利の推移にも近い動きをしている（図43）。概ね金利の動きに若干遅行する関係が見られるが、89年には金利に先行して伸び率が鈍化している。この時期は金利が高く、また株価も89年末までは堅調に推移しており、他の金融資産へ資金が流れ、相対的に信託の伸びが鈍化した可能性が高い。定期性預金、国債、金融債とも89年後半から91年にかけて、金融資産全体の伸びを上回る伸びとなっている。株式も、フローの四

**図41 信託の資産とフローの推移**



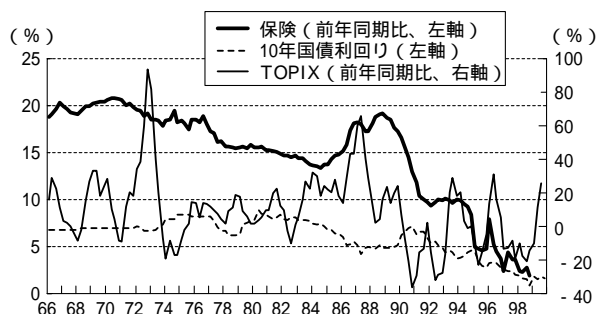
出所：日本銀行

図42 資産の伸び（前年同期比の推移）



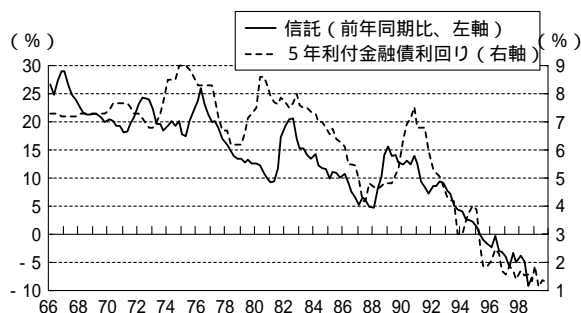
出所：日本銀行

図45 保険の伸びと金融市場



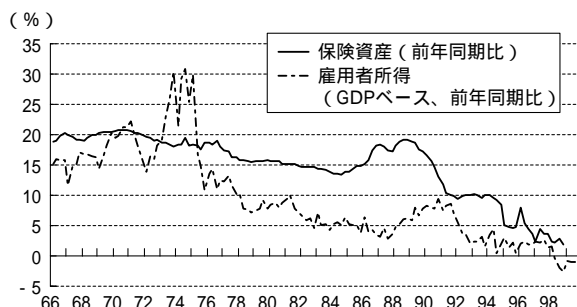
出所：日本銀行、東京証券取引所

図43 信託の伸びと金融市場



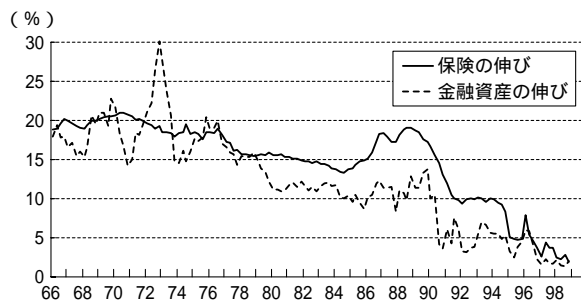
出所：日本銀行

図46 保険の伸びと所得の伸び



出所：日本銀行、経済企画庁

図44 金融資産と保険の伸び（前年同期比）



出所：日本銀行

半期移動平均で見ると、90年後半には5000億円を上回る資金の流入となっている。

保険・年金準備金は、99年6月末現在36.3兆円で、金融資産全体の27.2%を占め、現金・預金に次いで高い比率を占めている。ただし、保険等は、これまで述べてきたような金融商品に比べ、資産の変動が少ない（図44）。株価や金利の動向と比較しても、他の金融商品ほどの関連性は見出せない（図45）。

保険等は、他の金融資産と異なり、純粋な貯蓄手段という側面の他に、保障という機能も合わせ持っている。また、金融市場の動向により、例えば「金利が高い」、「株価が上昇している」からといって、保険料を減額したり、解約したりという行動が、保障機能や、再加入の点から必ずしも有効ではなく、機動性も持ち合わせていない。雇業者所得の伸びと比較してみると（図46）、最近に至るまで、保険は所得を上回る伸びをしてきた。

その中で、85年頃から保険の伸びが高まっている局面が見られる。金融商品としての保険の商品性に大きな影響を及ぼす要因として、予定利率が挙げられる。簡易保険や民間の生命保険の予定利率は、以前はそれほど頻繁に変更されるものではなかったが、簡易保険は84年9月に、民間の生命保険は85年4月にそれぞれ引き上げられている。しかも、契約期間等により途中若干の変更は見られるものの、およそ10年ぶりの引き上げである。

表2 予定利率の推移

(%)

	簡易保険	民間生保
1952年3月		4.00
1955年9月	4.00	
1974年11月	20年未満 5.50 20年以上 5.00	
1975年4月		20年以下 5.50 20年超 5.00
1980年9月	20年以下 5.50 20年超 5.00	
1981年4月		10年以下 6.00 20年以下 5.50 20年超 5.00
1984年9月	6.00	
1985年4月		10年以下 6.25 20年以下 6.00 20年超 5.50
1990年4月	5.75 終身 5.50	10年以下 5.75 10年超 5.50
1993年4月		4.75
1994年4月	3.75	3.75
1996年4月	2.75	2.75
1999年4月	2.00	2.00

出所：郵政省、「エコノミスト」

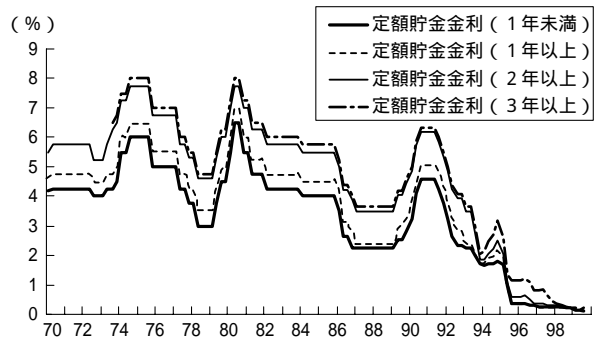
また結果的にはこれが最後の引き上げとなり、90年以降は、資金運用の環境悪化もあり、予定利率は引き下げの一途を辿ることになる。予定利率の引き上げは、金融商品としての魅力を高めるだけでなく、払い込む保険料と、受けられる保障額との関係においても有利となる。85年以降の保険の伸びには、予定利率引き上げの影響を受けている可能性が指摘できよう。なお、86年9月には、「20歳以上55歳以下で、加入後4年以上経過した保険契約がある場合」という条件付きではあるが、簡易保険の加入限度額がそれまでの1000万円から1300万円に引き上げられている。

おわりに

前述のように、2000年から2001年にかけての郵便貯金の償還額は106兆円と推計されている。定額貯金の満期は、図1にも見られるように、90年にも大量満期を迎え、大幅に流出している。その多くは80年前後の高金利期に預け入れられたものと推測される。ただし、今回は前回と環境が大きく異なる。まず第一に、金利の水準である。図41でも分かるように、80年前後の高金利期に預け入れられた貯金は、90年の償還時期には当時ほどの水準ではないにしても、幸運にも再び高金利時期にあたっている。ましてや、その数年前には当時としては史上最低の金利水準が比較的長く続いたこともあって、90年前後の金利水準は十分再預入するに値する金利水準であったであろう。しかし今回は、日本銀行自らも「異常」と認めるほどの低金利である。預貯金者の意識によっては他の金融商品に預け換えが生じて不思議ではない環境下にあるといえる。

第二に、郵便貯金の預入限度額である。郵便貯金の預入限度額は、随時変更されている(表3)。ちなみに、80年当時の預入限度額は300万円であったものが、88年4月には500万円へ、さらに90年1月には700万円に引き上げられている。仮に80年に8.0%(80年4月14日から実施の定額貯

図47 定額貯金の金利の推移



出所：日本銀行

表3 郵便貯金の預入限度額と、少額貯蓄・公債の非課税限度額の推移

年 月	郵便貯金の預入限度額	少額貯蓄非課税限度額	少額公債特別非課税限度額
1941年 7月	3,000円	(銀行預金) 3,000円 (銀行貯蓄預金) 5,000円	
1942年 4月	5,000円	7,000円	
1945年 4月		10,000円	
1946年 8月	10,000円		
1947年 9月		30,000円	
1947年12月	30,000円		
1952年 4月	100,000円	100,000円	
1955年 6月	200,000円		
1957年 4月		200,000円	
1957年12月	300,000円	300,000円	
1962年 4月	500,000円	500,000円	
1965年 4月	1,000,000円	1,000,000円	
1968年 4月			500,000円
1972年 1月	1,500,000円	1,500,000円	1,000,000円
1973年12月	3,000,000円	3,000,000円	
1974年 4月			3,000,000円
1988年 4月	(課税) 5,000,000円 (注) 3,000,000円	(注) 3,000,000円	(注) 3,000,000円
1990年 1月	(課税) 7,000,000円 (注) 3,000,000円		
1991年11月	(課税) 10,000,000円 (注) 3,000,000円		
1994年 1月	(課税) 10,000,000円 (注) 3,500,000円	(注) 3,500,000円	(注) 3,500,000円

(注) 高齢者等に限る非課税枠。  
出所:「日本の郵政」「公社債要覧」より作成。

金3年以上の金利)で10年の定額貯金に300万円預け入れ、90年に満期を迎えたとしたら、その金額はおよそ657万円(税引き前)になっている。預入限度額は、この定額貯金が満期となって出てくる90年4月に先駆けて、90年1月に700万円に引き上げられており、その全額が再受け入れ可能なことになる(なお、80年当時の預貯金税制は、総合課税が20%、源泉分離課税が35%の源泉徴収率であったため、全額課税扱いの税引き後であれば、それぞれおよそ586万円、532万円の満期金と

なる)。ところが今回は、預入限度額は91年11月に変更された1000万円のまま変更されない見込みである。金利が最も高かった90年~91年に、預入限度額の上限である700万円を、6.33%(90年9月17日から実施の定額貯金3年以上の金利)で預け入れしていたら、2000年~2001年の満期受取り金額はおよそ1305万円(税引き前)となる。90年当時は既に一般の非課税枠は廃止されていたため、20%の一律分離課税の源泉徴収後であれば1184万円の満期金となる。91年11月の1000万円への引き

上げ後に、当時の金利5.5%（91年11月29日から実施の定額貯金3年以上の金利）で限度額上限の1000万円を預け入れしていれば、その満期金は、税引き前で1720万円、税引き後で1576万円となる。もちろんいくら金利が高いとは言え、全ての貯金者が90年当時に預入限度額一杯まで最長10年の定額貯金に預け入れをしていた訳ではないが、今回は制度的に再預入できない資金が生じ（郵政省の試算では、2000年度及び2001年度で25兆円）消費に回さない限り必ず他の金融機関に預け換えしなければならない分が出てくることである。

第三に、貯蓄を取り巻く環境の変化である。図9にも見られるように、フローは暦年単位で見ると流出超になったことは一度も無く、また80年台中頃までは金融商品別に見ても流出超となる商品はほとんど見られなかった。しかし80年代半ば以降は、金融商品別に見ると、流出超となる商品も出てくる。フロー全体の金額に占める個別金融商品の比率にも変動が見られ、以前に比べ、お金が最も居心地の良い場所を求めて金融商品の間をさまよいく可能性が高くなっていることが指摘できる。もうひとつの環境変化は、金融商品の販売チャネルの多様化である。国債は、82年4月の銀行法と証券取引法の改正により、83年4月から銀行による長期国債の窓口販売が認められている。また、88年4月からは郵便局でも国債の窓口販売を開始している。

直近で最も特筆すべきは、銀行等による投資信託販売であろう。以前は証券会社、あるいは投資信託会社の直接販売によっていた投資信託の販売が、97年12月からは間借り方式により、銀行の店舗において投資信託会社の販売が、さらに98年12月からは金融機関本体による販売が始まっており、現在では銀行、信用金庫、信用組合、生命保険会社、損害保険会社にまで及んでいる。また、今後は郵便局においても投資信託の販売が検討されて

いる。証券会社の販売網（営業店）は大手証券会社でも地方となると1県1支店程度に留まる。金融機関も当初は本店若しくは大型店のみの取り扱いというのも見られたが、徐々に取り扱い店舗を増加させている。投資信託はリスク商品であるため、容易には資金を投資しにくいと考える人も多いと思われるが、少なくとも、「身近に投資信託を取り扱っている金融機関の店舗がある」、「これまで取引のある金融機関の窓口でも投資信託が購入できる」といった利便性は格段に高まっている。さらにインターネットを利用して投資信託を販売する証券会社等も増加し、投資信託の販売チャネルは大きく拡大している。また、保険商品も今後販売チャネルが拡大していく予定である。

もう一つ資金の行方を不安定にさせている要因として挙げられるのは金融システムに対する不安であろう。金融システムや金融機関に対する不安が高まれば、信用力の高い郵便貯金に資金がシフトするとは単純には言えないが、金融商品の選択とともに、預け入れ金融機関の選択も重要な要素となる。今後ペイオフが解禁となることも金融機関の選別をより一層厳しいものにさせることが予想される。

個人の金融商品の選択は、事後的に見れば必ずしも合理的とは言えないものの、これまで見てきたように、金融市場の動向にも影響される。現在は超低金利であり、現金及び要求払預金等で保有する場合の機会損失が少なく、満期金は取り敢えず流動性の高い預貯金を選択される可能性が高いであろう。ただし、低金利期であっても、その期間が長期に渡っていることから、足許では流動性預金へのシフトが頭打ちとなり、定期性預金へのシフトが見られ始めている。この傾向からすると、満期金は取り敢えず流動性を重視しながらも、定期性預金にも振り向けられることが予想されるが、重要なことは、金利が上昇し始めた時に、取り敢

えず入れておいた流動性預金等からのシフトが想定されることである。株式は、株価に対してフローベースでは強い関係は見出せないものの、継続的な上昇基調が確認されるようになった時には、資産選択にも影響を与える可能性は否定できない。投資信託も、資産残高の前年同期比を見ると、それまでマイナスを続けていたものが、96年第2四半期からプラスに転じてきている。暦年のフローで見ても93年以降流出が続いていたものが、98年には増加に転じてきている。投資信託は種類によっては、株式、債券、預貯金のいずれの性格も持つものであるが、金融市場の好転、販売チャネルの拡大、ペイオフの解禁により現状に比べ預金の元本保証性が低下することなどから、相対的な魅力が増すことが予想され、資産選択にも影響が出てこよう。一方債券は、金利が歴史的な低水準にある現状では、流動性、将来に渡る収益性などから見て選択されにくい資産であるかもしれない。資産残高の伸び率でも、フロー全体に占める割合でも二ケタを越えるマイナスが続いている。ただ

し現状でも、例えば、2年物の大口定期の金利が0.15%程度（99年12月6日現在）であるのに対し、2年物の国債の応募者利回りが0.439%（99年11月30日条件決定、12月20日発行）であるなど、商品性が認知されていないのではないと思われるような状態も見られる。郵便局でも国債の窓口販売を拡大するとの報道や、国債をアピールする広告が打たれるなど、年限の多様化も含め、商品性が広く認知されれば、現下の金融情勢においても有力な貯蓄手段として選択される余地は高いと思われる。

なお、ここでは個人金融資産の推移について見てきたが、個人のもう一つの大きな資産である住宅等の実物資産もまた、金利や地価といった環境に大きく影響される。また例えば、住宅を購入・改築する際には、その支払いが金融資産からなされる等、実物資産の選好が、金融資産の選択にも影響を及ぼすことになる。これらについては今後の分析が期待されるところである。

## 参考文献

社団法人証券投資信託協会『投資信託』各号

貯蓄広報委員会「貯蓄と消費に関する世論調査」平成11年

中川忍・片桐智子「日本の家計の金融資産選択行動」

日本の家計はなぜリスク資産に消極的であるのか？ 『日本銀行調査月報』1999年11月号

日本銀行調査統計局『金融経済統計月報』各号

野村総合研究所『公社債要覧』各年度版

堀内昭義『高齢社会の生命保険事業』東洋経済新報社、1997年2月

毎日新聞社『エコノミスト』各号

郵政省郵政研究所『郵政研究レビュー』第1号

郵政省郵政研究所「家計における金融資産選択に関する調査」第6回

郵政大臣官房総務課『日本の郵政』郵研社、各年度版

郵便貯金に関する調査研究会

「第5回貯蓄行動と貯蓄意識に関する調査報告書」1994年6月