

個人マネーは「貯蓄から投資へ」

発表日：9月15日(金)

～2006年6月末の資金循環勘定からみた個人マネー～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

家計金融資産へのニューマネーの増加の中で、投資信託や個人年金が増えている。これは、「貯蓄から投資へ」の流れが銀行等の窓口販売を軸にして活発化していることが背景だ。この流れは、量的緩和が解除されて、預貯金金利が上昇し始めた3月以降も変わっていない。今後しばらくは景気拡大が進み、家計のリスク許容度が高まる中で、投資型金融商品の配当・利回りが預貯金金利以上に高まっていき、「貯蓄から投資へ」の流れが続くと考えられる。

窓口販売によって増える投資信託・個人年金商品

日銀が9月15日に発表した資金循環勘定統計によると、2006年6月末の家計金融資産は、2四半期振りに1,500兆円の大きさを割り込み、1,499.3兆円(前年比+4.5%)となった。この間、日経平均株価が、3月末17,045円から6月末15,505円(2005年3月末11,584円)と下がったため、株式等の時価が目減りしたことが響いている。

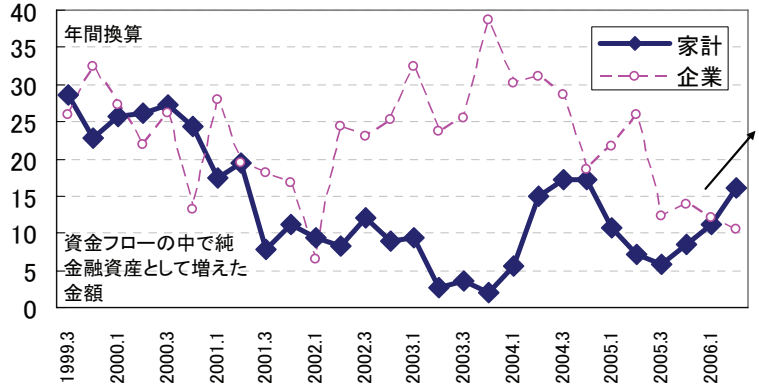
もともと、時価変化を除いたニューマネーについては、家計の資金余剰幅が年間ベースで+16.0兆円と拡大している(図表1)。この資金余剰幅の変化は、家計貯蓄率の動向を反映しており、これまで減少傾向にあった貯蓄率が一旦上昇に転じていることを窺わせる。

興味深いのは、企業の資金余剰(「金余り」のフロー部分)の方が縮小していることだ。このところ企業の資金余剰が縮小しているのは、資金余剰が企業から家計へとゆっくりと移転されていることがある。これは、資金の流れが正常化の方向に向かっていることを示していると理解できる。

では、その家計のニューマネーがどの種類の金融資産に向かったと言えば、投資信託や年金準備金*が特に大きく増えている(図表2)。銀行・郵便局では、ボーナスシーズンなどを見計らって、満期が到来した定期性預金の資金を投信・変額年金につなぎ替えられる動きが広範化している。

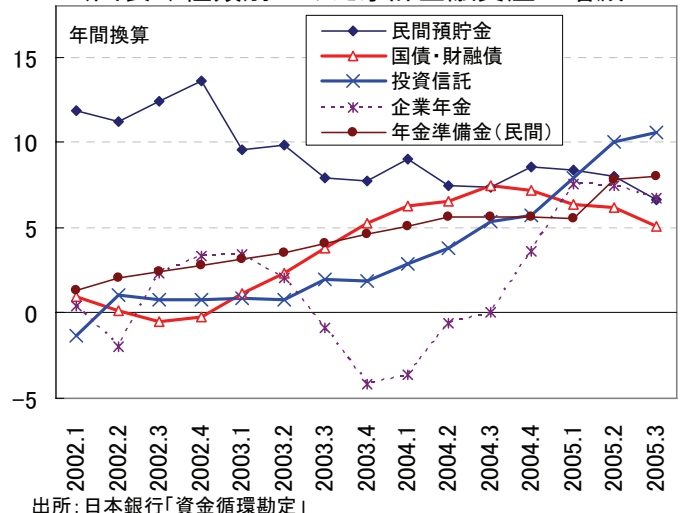
*資金循環勘定で年金準備金の増加として区分された内容は、半分が企業年金の積み立ての増加、もう半分が変額年金となっている。

(図表1) 家計・企業部門の資金余剰の推移



出所: 日本銀行「資金循環勘定」

(図表2) 種類別にみた家計金融資産の増減



出所: 日本銀行「資金循環勘定」

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

量的緩和解除と金融商品選択

一方、4～6月という時期は、日銀が3月に量的緩和を解除したことによって、定期預金金利などが上昇した時期でもあった。量的緩和解除によって、超低金利環境が徐々に変化している影響は、この間にどう表れているであろうか。

結論から言えば、量的緩和解除によってやっと超低金利が是正されてきたばかりなので、預貯金の増減にはそれほど大きな変化はなかったようだ。具体的に日銀の「預金者別預金統計」を使って国内銀行預金の動向をみると、月次では3～7月にかけて預貯金はさほど増えてはいない（図表3）。むしろ、事業法人では、普通預金を減らして定期預金などの金利がいち早く上昇したところへ資金を移すような反応がみられる。しばしば「低金利にしびれを切らせた」と言われる家計の金利感応度は、企業ほどは高くなかったと言える。

今後の変化を窺ってみても、日銀が緩やかに短期金利を引き上げていく中では、こうした状況に劇的な変化は起こりそうにはない。なぜならば、価格変動リスクのある投資型の金融商品の方が、景気拡大の浸透によって、配当・利回りがより高まっていくと予想されるからだ。景気が良くなってくると、需要サイドでは家計のリスク許容度が徐々に高まってくる。それに伴って、家計はリスクのある金融商品への選好を強めると考えられる。「貯蓄から投資へ」の流れは、日銀のゆっくりとした金利を引き上げていく政策配慮の中で後押しされると考えられる。

個人マネーは投信を經由して海外へ

次に、現在の「貯蓄から投資へ」の流れによって、その資金がどこの主体にファイナンスされたのかを確認しておきたい。

実は、投資信託の運用資産を調べると、株式投信として吸収されたニューマネー約6割（ストックベースでは5割）は外貨投資に向かっている（図表4）。つまり、個人マネーがファイナンスしているのは、国内企業というよりも、海外投資ということになる。

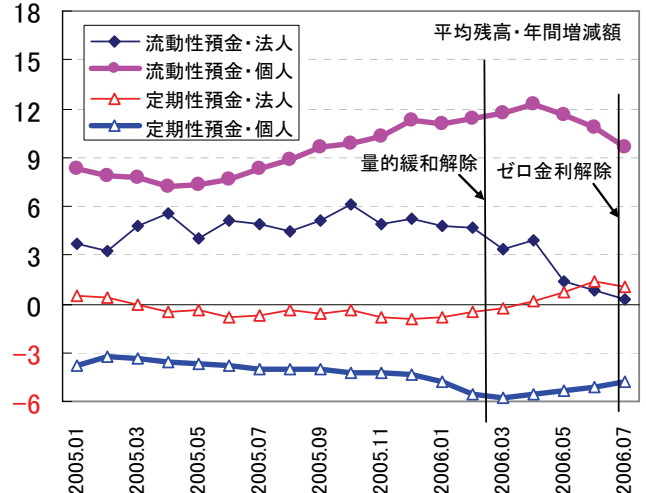
対外証券投資にしても2006年1～8月の3.6兆円の買い越し額のうち、9割は投資信託経由の資金の増加（3.2兆円の買い越し）である。この外貨需要は、円安を後押ししている可能性がある。

この点からは、個人マネーの作用は国内企業に対して間接的な円安効果として作用を及ぼしていると言える。

貯蓄から投資はどうなるか

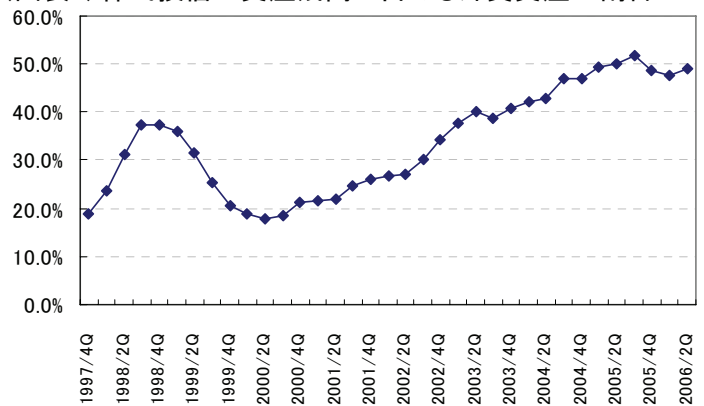
筆者は、景気拡大と低金利維持の環境下で、「貯蓄から投資へ」の流れが続くであろうという見方を示したが、先々にハードルがない訳ではない。例えば、米国景気が減速する中で、米国だけでなく欧州の利上げにも歯止めが

兆円 (図表3) 国内銀行の預金増減



出所：日本銀行「日本銀行統計」

(図表4) 株式投信の資産残高に占める外貨資産の割合



出所：日本銀行「資金循環勘定」

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

かかると、円高圧力が高まる可能性がある。そのとき、外貨を組み込んだ投資信託は、為替リスクが顕在化することになり、試練を迎えるだろう。

もうひとつ、2006年の証券税制の見直しも微妙な影響を与える可能性がある。現在の証券税制は、2003年からの時限措置として、株式・投資信託の譲渡益課税を10%に軽減している。この時限措置は2007年末に終了し、それ以降は20%の税率に戻される。さらに、2008年3月末には配当課税を10%にする軽減措置も終了し、こちらも20%に引き上げられる。

これらの優遇措置の見直しは、微妙に個人のインセンティブを変化させる可能性がある。例えば、個人の中には、外貨建ての投資信託の高い配当に魅力を感じている人が少なくない。今は外債のままで利子収入を受け取れば、20%の税率になるところを、投信の中に組み込むことで10%の軽減税率が適用されている。課税の軽減効果を意識していなくても、暗黙のうちに投信のメリットを支えている点は無視できない。従って、投信だけをとっても、軽減措置の影響力は決して小さくはないと言えるだろう。