

冬時代の有価証券投資

発表日：2012年6月29日（金）

～サラリーマンの有価証券純増は過去10年間で最低～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL：03-5221-5223)

個人の有価証券投資のうち、勤労者世帯のフローの投資純増が、2011年度のデータでは2000年以降の最低水準になった。給与所得から株式市場へ流入する資金の流れは、著しく停滞している。個人の有価証券投資には、投資信託を経由する部分もあるが、投資信託の運用資産の中で、国内株式に投じられる部分が低い割合に止まっている。国内投資家のマネーが細っていくことは、株価変動が海外市場に引きずられやすい体質を助長する。

語られなくなった個人投資家の育成

最近、「個人投資家を育成する」という方針を本当に耳にしなくなった。この方針に対しては、証券税制優遇を講じることに金持ち優遇と重ねて消極的な意見も根強い。リスクテイクへの正当な対価という考え方はなかなか理解が得られず、そうした不作為の結果として、経済全体がリスク回避の姿勢に流されている。

個人投資家を育成するという理念は、相場観の異なる投資家を株式市場に呼び込むことで、取引に厚みを持たせて株価変動が一方に大きく偏らなくする意味がある。海外市場が大きく下げて海外投資家が売ってきても、日本経済のファンダメンタルズが欧米ほど悪くないとみれば個人投資家が買いに回って、日本株も底堅く推移する。海外市場に引きずられて値崩れしにくい頑健な資本市場の体質を築くために、国内投資家が勢いを持っていた方が都合がよい。過去、わが国では1996年の金融ビッグバンのときから、しばらくはそうした理念が叫ばれることが多かった。

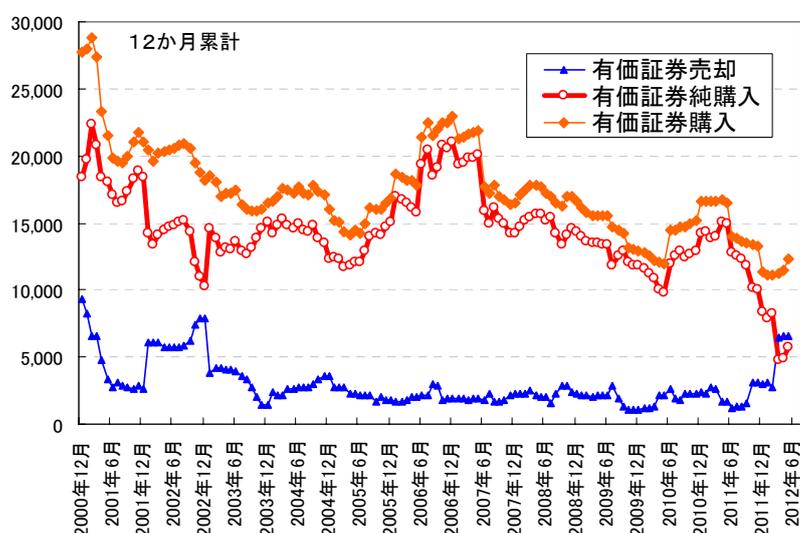
ところが、最近の日本の株式市場は相場が長期低迷していることもあって、個人投資家を育成しようというビジョンについても語られなくなり、その意義も顧みられなくなってきた。

最近の細かな統計データをみていると、驚くべき個人投資家の状況が浮かび上がってくる。総務省「家計調査」（2人以上世帯）では、2011年度の勤労者世帯の有価証券純購入額（＝購入額－売却額）が、2000年以来、年間累計（12か月移動平均）で最も少なくなっ

ていた（図表1）。年度ベースで比較すると、2011年度は有価証券純購入額が4,824円（購入額11,272円、売却額6,449円）と2000年度以降で最低水準である。月次では、4・5月は少し盛り返しているが、依然として極端な低迷を脱してはいない。

こうした勤労者の有価証券投資の不振は、単に個人投資家を育成しようという働きかけの乏しさだけでなく、株式投資の収益性が低下したことが大きい。TOPIXの月末値は、リーマンショック後の2008年10月以降、1,000を割り込んで低迷する期間が3

円/年間（図表1）勤労者世帯の有価証券投資は過去最低レベル



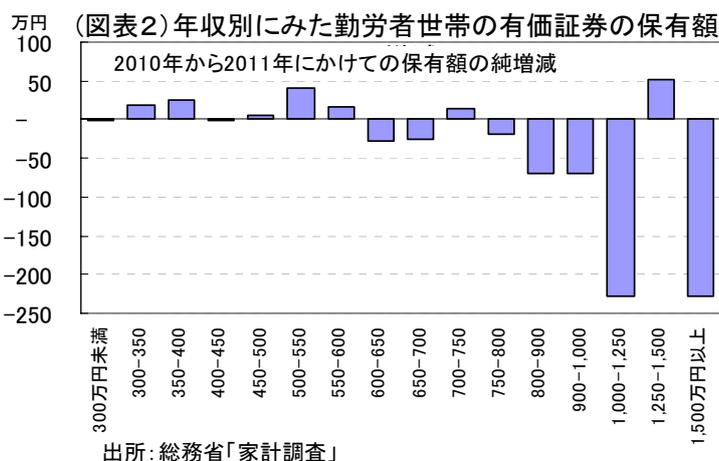
出所：総務省「家計調査」

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。

年半以上も続いている。それ以前の2000年のITバブル崩壊よりも長期間の低迷である。度重なる長期低迷が、個人投資家の有価証券離れを助長している格好だ。

(参考) 誰が有価証券運用を減らしたか

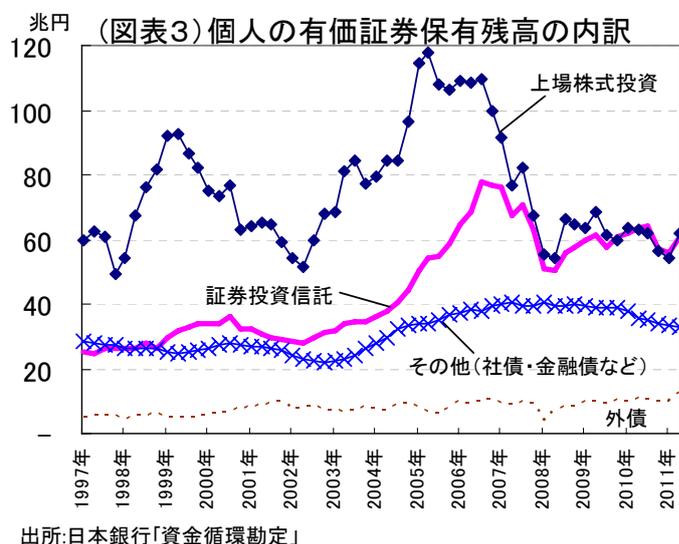
2011年と2010年の有価証券運用のフローの変化を調べると、有価証券購入を前年比で大きく減らしているのは、年収800万円以上の中堅・高所得世帯であった(図表2)。年収800万円以上の勤労者世帯は、家計の有価証券保有の6割弱を保有している。また、年齢別には、意外なことに70歳以上の勤労を続ける高齢者であった。彼らの中には、会社役員も多く居るのであろう。



個人の有価証券運用

本稿での「有価証券」の範囲には、株式投資だけではなく、投資信託や外債、国内債券を含む。株式を保有する個人投資家がイメージされがちだが、投資信託だけを保有する世帯も少なくない。日銀「資金循環勘定」でフローの種類別有価証券投資額(純投資額)の推移をみると、2007年以降は上場株式投資が大きく減って、代わりに投資信託の純増額が増えてきている。

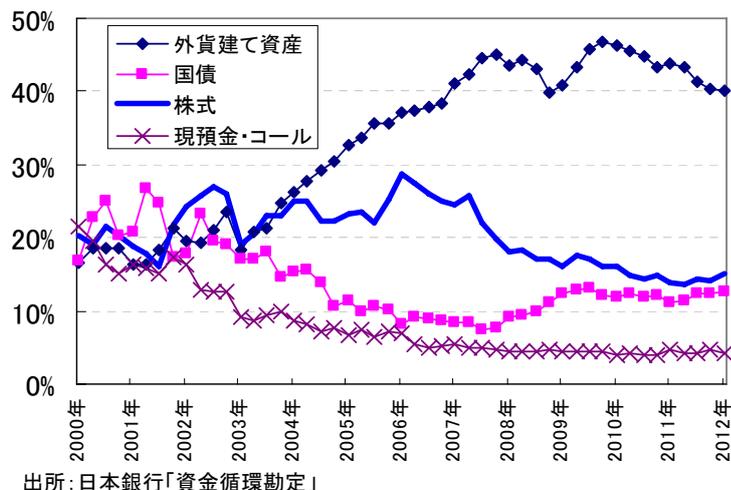
ストック面でみても、個人の保有する有価証券残高(204兆円・2012年3月末)の中身は、上場株式が占める割合は、2005年の約4割から最近では3割にまで低下してきている。投信の銀行窓販が増えたことによって、証券投資信託と上場株式の保有残高はほぼ拮抗する金額になってきている(図表3)。



ただし、最近では、銀行窓口経由の投信販売も頭打ちになっている。投信全体に占める銀行窓販のウエイトも、2008年をピークにして漸次低下しているのが実情である。

さらに、株式投資という観点では、投資信託の増加が間接的な株式保有へと結びつく流れも弱まっている。証券投信の運用資産残高に占める株式は、僅かに15%である(2012年3月末)。時系列でも、2008年以降は漸減していて、運用資産の半分近くを外貨建て資産が占めるようになってきている(図表4)。個人マネーの中で、株式の直接保有部分も、投資信託を通じた間接保有部分もともに減っているのが実情である。

(図表4) 証券投資信託の保有資産に占める株式の割合



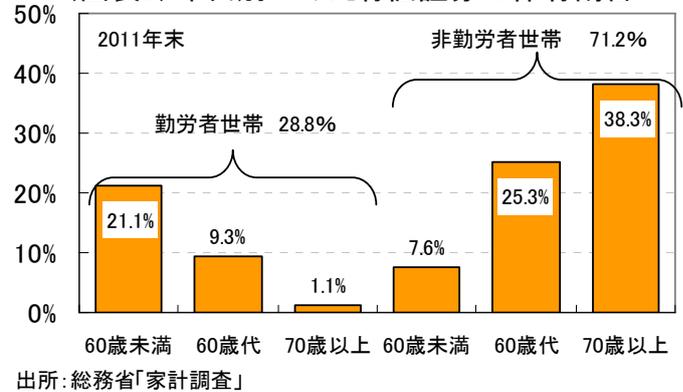
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

勤労者の株式投資状況

勤労者が有価証券運用を減らしていることは、どのくらいのインパクトがあるのか。分析を行った総務省「家計調査」では、有価証券投資の購入・売却状況がわかるのは勤労者世帯のみであり、年金生活者などのデータは制約があって入手できない。

保有残高だけに絞ってみると、「家計調査」でも非勤労世帯の状況は把握できる。ストック・ベースの有価証券保有状況を調べたところ、勤労者の占める比率は28.8%（2011年）と少なく、非勤労者世帯は71.2%と遥かに多かった（図表5）。個人投資家の7割は、勤労者ではなく、年金生活者や自営業者によって占められている。中でも、70歳以上の高齢者は、全体の38.3%を保有していて、次いで60歳代が25.3%であった。非勤労者の高齢者が、有価証券の63.6%を占めているということである。実額でみると、非勤労者の高齢者が保有する有価証券残高は128兆円となる計算である。

（図表5）年代別にみた有価証券の保有割合



ところで、勤労者の有価証券投資が、残高における割合が小さいので、影響が僅少だと判断してもよいのか。勤労者の有価証券投資が所得から行われているのに対して、高齢者の有価証券投資は現預金などから資金シフトして増減する違いがある。つまり、経済成長を推進力にして増加しているニューマネーが、株式投資を増やす効果は、勤労者世帯の有価証券投資に依存していると言える。勤労者世帯の有価証券投資が乏しくなっていることは、株式市場に家計所得からの新規マネーが行渡らないという点で、市場の停滞を感じさせる。

国内投資家の勢いが弱まる市場

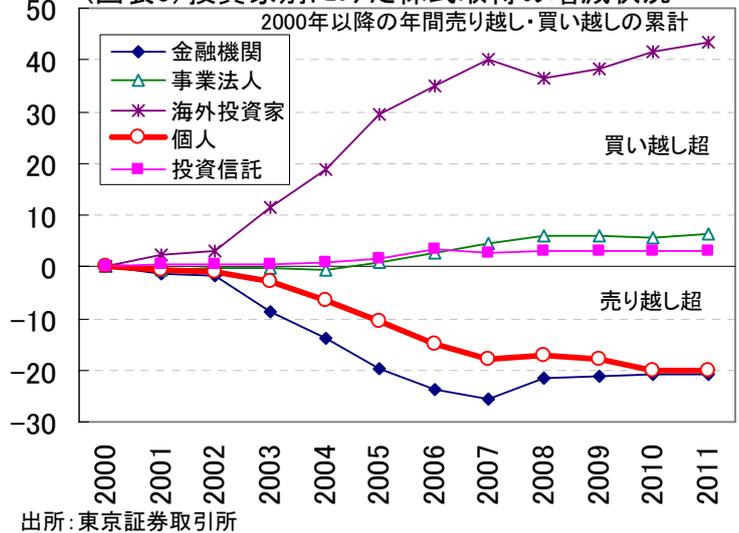
最後に、個人投資家が有価証券投資を敬遠するということは、どんな意味を持つのだろうか。

それは、間接的に国内投資家の力が弱まって、海外投資家の影響力が強まるということであろう。海外投資家が、海外の株価変動や経済状況に反応して、日本株の売買を行うとするならば、日本の株価がより海外株価に連動しやすい構造をつくることになる。日本経済がそこそこに底堅くても、海外経済が混乱していれば、日本の株価が下落・低迷することになりかねない。

主体別の株式売買状況をみると、2000年以降は、年ベースで個人投資家と金融機関が日本株を減らし続けていて、その代わりに海外投資家の保有が増えている（図表6）。こうした株式保有構造の変化は、日本の株価が海外動向の影響力を受けやすくなる体質への変容を意味しているのだろう。

また、個人投資家の日本株離れは、間接的に日本企業のコーポレート・ガバナンスの性格を少しずつ変えていくことにもなっていくだろう。2006年ごろは、日本企業の買収防衛策の導入がさかんに議論された。このとき、日本

（図表6）投資家別にみた株式取得の増減状況



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。

企業の企業買収に対する潜在的アレルギーが強いことが浮き彫りになった。しかし、今後、国内マネーから日本株に回っていく流れがさらに弱まっていけば、成長していく海外マネーの奔流に飲み込まれやすくなるかもしれない。

もうひとつ、個人投資家が有価証券保有を手控えていくと、消費に対する資産効果の影響力も弱まることになる。高齢者は、フローの所得を公的年金に依存する度合いが強く、その代わりに保有する金融資産からの所得（あるいは含み益）の影響を受けやすくなる。家計金融資産残高は、2012年3月末時点で1,513兆円と巨大であるが、その中で価格変動の影響を受けやすい有価証券部分は204兆円である。今後、当分の間、利子所得の増加が期待できない前提では、家計は、この有価証券204兆円がどのくらい増価するかに期待をかけることになるだろう。しかし、家計から有価証券投資に回っていく流れが細くなれば、そうした資産効果のルートも細くなり、家計の閉塞感は強まるだろう。