

国内マネーはリスク資産投資へ向かっているのか？

市場調査部

大塚理恵子

03-3591-1420

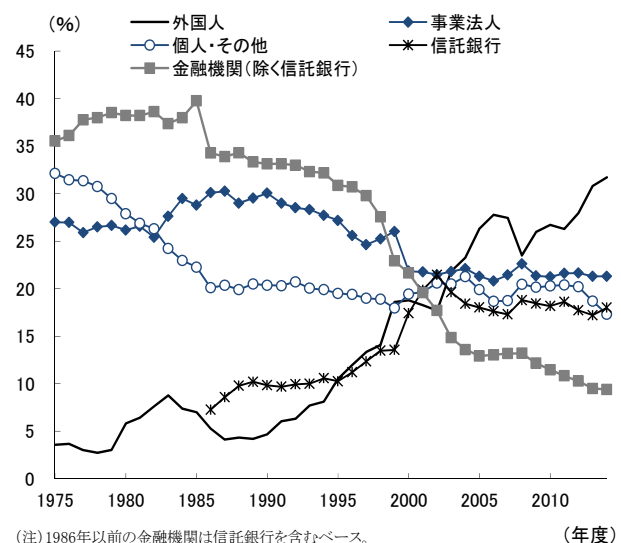
rieiko.otsuka@mizuho-ri.co.jp

- 2015年6月29日に公表された日本銀行「資金循環統計」によれば、株式については家計や保険・年金基金の流出超が継続したものの、投資信託は家計を中心に資金流入が顕著であった
- 背景としては、NISA制度の創設等の政策の効果が顕現化していると評価できる。一方、家計のリスク資産保有比率（直接保有と間接保有の合計）は国際的に比較すると低位に留まっている
- 2015年度も制度変更の他、調達主体及び運用主体の新たな取組みが家計や保険・年金基金のリスク資産を活用した効率的な運用増加に寄与すると期待される

1. はじめに

安倍政権が掲げる「日本再興戦略」では、中長期的な日本の株式市場の安定に資する政策が盛り込まれ、実行へと移されている。第一に公的・準公的資金や家計資産等の国内マネーの株式市場への取り込みを目指した政策として、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の運用方針の見直しやNISA（少額投資非課税制度）の導入・拡充が挙げられる。第二に海外投資家の日本株の評価向上にも配慮した政策として、日本版スチュワードシップ・コードの策定やコーポレートガバナンス・コードの適用を通じた日本企業のコーポレートガバナンスの強化が挙げられる。そもそも、政府がこのような政策を打ち出した背景には、株式の保有構造の変化がある。投資主体別の株式保有比率の変化を見ると、1950年代からバブル期の1980年代後半にかけては株式持ち合いの急増とともに金融機関を中心とした国内法人の株式保有比率の上昇が続いた。その後、1990年代以降に金融機関が持ち合い解消を進め、株式保有比率が低下する中、それを埋めたのが海外投資家であった。2014年度において海外投資家の保有比率は約32%に達し過去最高を更新しており（図表1）、最も影響力のある投資主体である海外投資家を意識した施策が打ち出された。一方、国内勢は持ち合い解消により日本株を支える主体が乏しくなっており、国内マネーの供給への施策が打ち出され

図表1 投資部門別株式保有比率



た。

本稿では上述のような近年の政策を踏まえ、資金循環統計を用いて株式及び投資信託への資金流入の動向や変化を概観し、こうした国内マネーが今後リスク資産投資へ向かうのか、展望することとしたい。

2. リスク資産への資金流出入動向

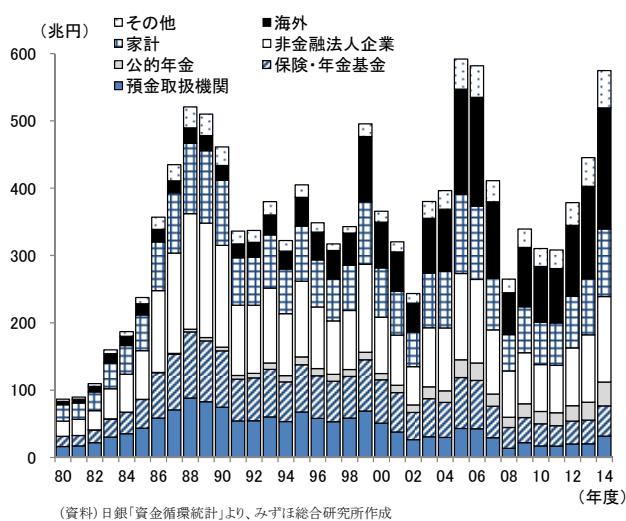
(1) 株式は国内部門の流出超・海外部門の流入超の傾向が継続

2015年6月29日に日本銀行より公表された資金循環統計（2015年第1四半期速報）によれば、株式（国内証券取引所に上場、或いは店頭登録されている株式）の資産残高は、575兆円と過去最高であった2005年度の592兆円に迫る水準を回復した（図表2）。株式市場の堅調さを背景に前年同期比プラス129兆円（約29%増）と顕著な伸びとなった。部門別では、海外（非居住者）の保有残高が前年同期比プラス43兆円と最大の増加額となり、次いで非金融法人企業のプラス27兆円、家計のプラス17兆円となった。

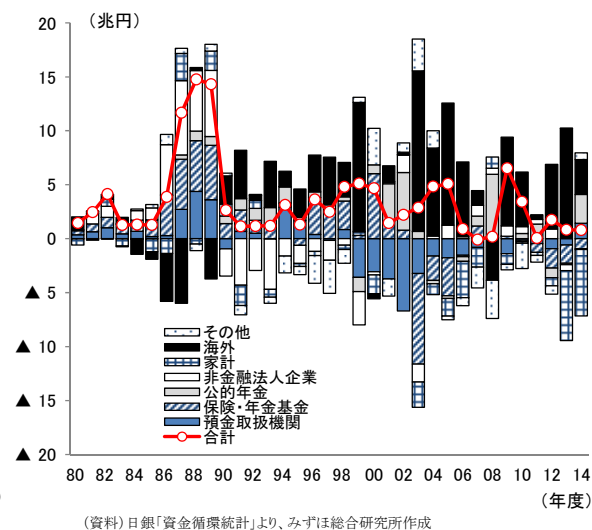
一方、株式の残高の増加要因を見てみると、フロー（時価変動を含まない運用増減額）は2014年度累計でプラス1兆円に留まり、時価の変動がプラス129兆円に上っている。残高の増加額が大きかった部門である、非金融法人企業や家計もフローでは資金が流出している（図表3）。海外部門がフローで資金流入超、国内部門は資金流出超という過去10年超継続している傾向は2014年度も同様であった。もっとも、公的年金等、一部の国内部門では資金流入超に転じている。公的年金は、GPIFの運用方針見直しを受けて約3兆円が株式・出資金に流入したと見られる。実際、GPIFが公表している運用状況の概要によれば、運用資産に占める国内株式の資産額（時価総額）は2013年度末の21兆円から2014年度末には32兆円に増額しており、構成割合も16.6%から22%にまで高まっている¹。

株式のフローから見れば、2011年度以降4期連続で資金流入金額は増額しているものの、海外マネーの寄与が大きく、国内マネーのリスク資産への流入の動きは未だ限定的であることがうかがえる。

図表2 部門別の株式資産残高推移



図表3 部門別の株式運用額増減



(2) 投資信託は家計による資金流入が顕著

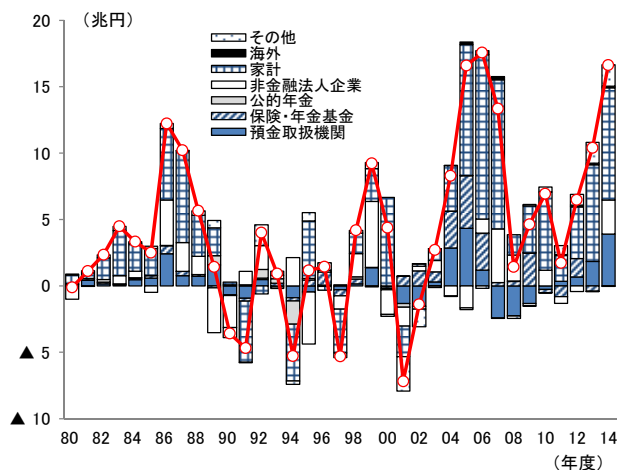
一方、株式と同じようにリスク資産である、投資信託では家計を中心に「貯蓄から投資」が徐々に広がりつつあることが確認できる。

投資信託の資産残高は前年同期比プラス29兆円（約24%増）の154兆円で過去最高となった。部門別には家計の増加額が前年同期比プラス17兆円と最も伸びが大きく、次いで預金取扱機関のプラス5兆円、非金融法人企業のプラス3兆円となった。

資産残高増加の要因を見てみると、2014年度累計で時価変動がプラス13兆円を占めるが、フローもプラス17兆円と株式と比較すると資金流入傾向が顕著であった。特に家計のフローがプラス9兆円と投資信託の運用額を増加させる動きが目立った（図表4）。家計部門においては、雇用・所得環境の改善に伴う可処分所得の増加等を背景に資金過不足が年度累計でプラス25兆円と2000年度以来の資金余剰の水準となり、対名目GDP比でもプラス5%は1999年度以来の高さとなった（図表5）。

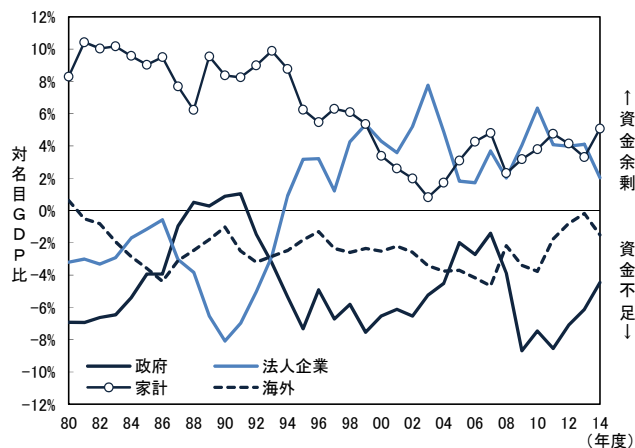
潤沢な資金に加え、2014年1月から開始された上述のNISAも投資信託への資金流入に寄与したと見られる。金融庁によれば、2015年3月末時点でNISA取扱全金融機関におけるNISA口座の開設数は約879万口座と制度導入時（2014年1月時点）の約492万口座から80%近く増加した。また、買付総額（2014年及び2015年の利用枠で買付があった金額の合計）は4.4兆円に及んだ。うち、投資信託は買付総額の7割近くを占め、3兆円に及んでいる。投資信託への運用残高の増加に加え、株式の時価の上昇もあり、家計のリスク資産比率（株式と非上場株式や出資金、投資信託の残高が金融資産残高の合計に占める比率）は、2014年度末時点で16%まで高まり、2008年度末時点の9%を底とした上昇基調を維持した。但し、家計のフローを見ると、運用増加額は1999年度以来の30兆円に及んでいるにも係らず、その6割超が現預金に流入している。リーマン・ショック前の2006年度には現預金への流入金額が運用増加額の約5%程度に留まっていたのと比べると、依然として現預金を選好する傾向が強いのも事実であり、家計の「貯蓄から投資」への動きは道半ばと言わざるを得ないだろう。

図表4 部門別の投資信託残運用額増減



(資料)日銀「資金循環統計」より、みずほ総合研究所作成

図表5 部門別の資金過不足（対名目GDP比）



(注)政府部門には、一般政府、公的金融機関、公的非金融法人企業を含む。
(資料)日銀「資金循環統計」より、みずほ総合研究所作成

3. リスク資産への国内マネー供給の行方

(1) 期待される部門は家計と保険・年金基金

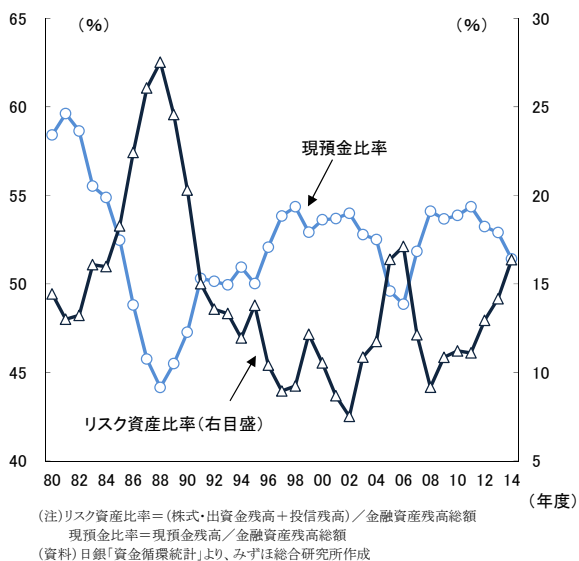
資金循環統計から株式及び投資信託への資金流入の動向を概観したが、今後の国内マネーのリスク資産への流入の行方を展望してみたい。

国内の部門別には、民間の預金取扱金融機関や法人企業等の上場企業は、コーポレートガバナンス・コードにおいて政策保有株式として上場株式を保有する場合には政策保有に関する方針を開示すべきとされる中、株式等の保有を増加させる主体にはなりにくいだろう。また、公的年金についても、GPIFのリスク資産へのリバランスに一巡感が出始めたとの見方もある中、今後のリスク資産への資金流入ペースは鈍化が予想される。こうした状況に鑑みると、リスク資産への資金供給の鍵を握る部門は、家計と保険・年金基金であるだろう。

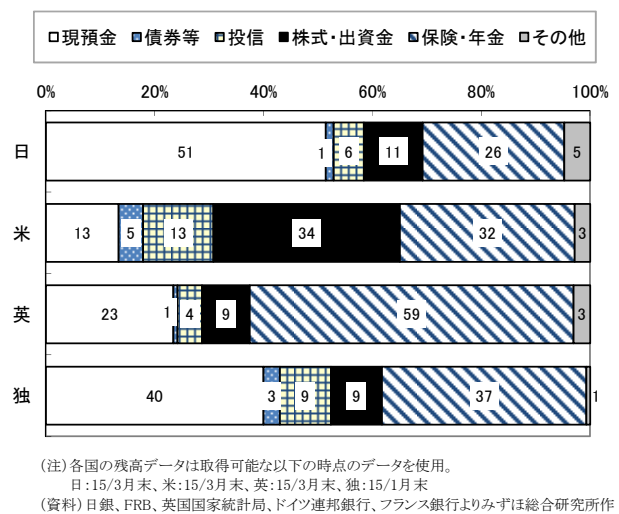
(2) 日本の家計によるリスク資産投資は主要先進国と比較して低水準

家計の金融資産残高は2008年度を底に増加しており、2013年度にリーマン・ショック前の水準まで回復し、2014年度には1,700兆円を超え過去最高を更新した。リスク資産比率も前述の通り、2008年度以降上昇基調を維持し16%に達したものの、リーマン・ショック前の2006年度の水準は下回っている(図表6)。また、安全資産である現預金が占める割合も低下傾向ではあるが、51%と2006年度と比べると依然高い水準である。家計の金融資産の安全資産比率の高さは米国や英国、ドイツ等の主要先進国と比較しても顕著である(図表7)。リスク資産比率については、米国が47%と高い他、英国やドイツはそれぞれ13%、19%と日本と大差がないようである。しかし、英国やドイツの場合は、保険・年金を通したリスク資産の間接保有が進んでいる。家計の保険・年金の保有残高に保険・年金基金のリスク資産投資割合を掛けたものを家計のリスク資産の間接保有分とし、家計のリスク資産比率を見ると、日本の家計のリスク資産保有比率の低さが見えてくる(次頁図表8)。ドイツは間接保有比率と直接保有比率がほぼ同水準であり、英国は間接保有比率が直接保有比率を大きく上回る等、各国の

図表6 家計の現預金とリスク資産の比率



図表7 家計金融資産構成比の国際比較



施策等によって間接保有と直接保有のバランスは異なるものの、合計したリスク資産の保有比率は多くのOECD諸国で30%を超えている。日本は間接保有比率も3%程度に留まっているが、これは家計の保険・年金の保有残高が少ないことと保険・年金基金のリスク資産への投資割合が低いことと両方に起因する(図表8)。これらを踏まえると、家計のリスク資産投資促進には直接的な投資をより活発化させることも重要である一方、家計による保険や年金への投資や保険会社や年金基金のリスク資産を活用した効率的な運用を促すことも欠かせないと言えるだろう。

(3) NISA 制度の拡充や大型上場、年金制度の変更が家計による投資促進に寄与

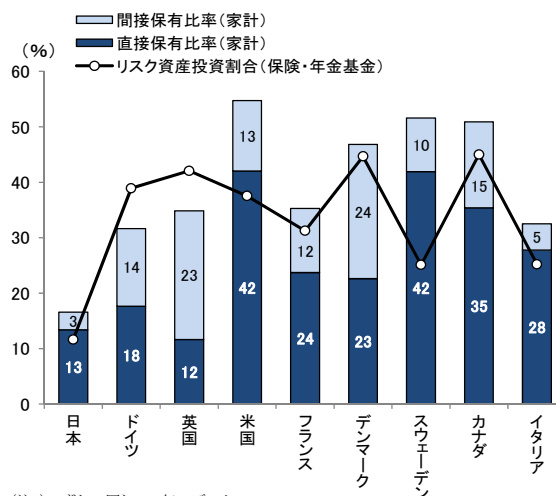
国内マネーのリスク資産への取り込みを巡っては、2015年度中にも促進の契機となり得るいくつかの証券市場における動きがある。

家計のリスク資産への直接投資を促す動きとして、第一にNISA制度の拡充が挙げられる。2016年から親や祖父母が子や孫に代わって投資する場合に非課税となる、ジュニアNISA制度が創設される他、年間の投資上限額が100万円から120万円に引き上げられる。NISA口座の開設数は2015年3月時点で879万口座に及んでいるが、ジュニアNISA創設によりジュニアNISA口座だけで開始1年で口座開設数が約150万になるとの試算も出されている²。現在のNISA口座の開設者は、年代別には60歳代以上が半数を上回っており、資産の移転が進み資産保有の偏りが緩和することが期待される。また、NISA制度に関しては、2014年から10年間と定められている投資期間の恒久化や稼働率向上も課題である。口座稼働率は、日本証券業協会の調査によれば、2015年3月末時点で約48%に留まっている。仮に口座稼働率が60%まで高まったとすると、口座数と平均買付け金額が現在と同水準と仮定しても年間約4兆円の株式や投資信託への資金流入が期待される。

第二には、現在上場申請中の日本郵政グループ3社(日本郵政、ゆうちょ銀行、かんぽ生命保険)の株式上場がある。民営事業化による個人投資家の獲得は、1984年のイギリスの電電公社の民営化を先例に、日本でも1987年のNTT株式の売り出しが代表例として挙げられる。今回の日本郵政グループの上場が認可されれば、約1兆3,000億円の株式放出が見込まれ、NTT以来の大型上場となる。短期的には株式市場の需給環境が悪化することが懸念材料であるが、本件が新たな個人投資家の開拓に寄与する側面も持つ。

また、発行会社による個人投資家の呼び込みを目指した取り組みの変化も見逃せない。トヨタ自動車は中長期で株式を保有する個人投資家の獲得を目的に、事実上元本保証の種類株式を2015年7月に発行した。こうした取り組みは、元本が保証される新型の株式が普通株式と同じ議決権を持つことが不公平であるといった、海外機関投資家等の既存株主からの批判もある。一方、リスク回避的な個人投資家の株式投資への契機ともなり得る動きであり、今後の他

図表8 家計と保険・年金基金のリスク資産保有比率の国際比較



(注1) いずれの国も2012年のデータ。
(注2) 間接保有は年金・保険を通じたリスク資産(株式・投信)保有。家計の年金・保険の保有額に、年金基金・保険会社のリスク資産投資割合を掛けて計算
(資料) OECDより、みずほ総合研究所作成

発行会社への広がりにも注目したい。

家計の保険や年金への投資促進の動きとしては、現在国会に提出されている確定拠出年金法の改正が挙げられる。改正法案では、転職等に伴う確定拠出年金の持ち運びの利便性が高められた他、個人型の加入対象者が企業年金に加入しているサラリーマン、公務員、専業主婦にまで拡大され、新たな加入対象者は約2,800万人に及ぶ³。個人型の確定拠出年金の加入者は20万人弱に留まっており、対象者の拡大に伴う新たな加入者の増加が期待される。また、改正法案では確定拠出年金導入企業による加入者に対する継続的な投資教育の位置づけを高めており、現在は元本確保型の商品に偏っている資産構成の変化も期待されるポイントだろう。

（４）３ 共済の GPIF との資産構成目標一元化や新たな年金制度検討が年金マネーの取り込みへ

保険・年金基金のマネーのリスク資産を活用した効率的な運用促進については、第一に2015年10月に予定される公務員等が加入する3つの共済（地方公務員共済組合連合会、国家公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団）の年金資産の構成目標が、GPIFと一元化されることが挙げられる。3共済のうち、最も運用資産残高の多い地方公務員共済組合連合会は2015年3月末時点で運用資産残高21兆円に占める国内株式の割合が約22%とGPIFの構成目標である25%に近付いており、国内株式への更なる投資は限定されるだろう。一方、国家公務員共済組合連合会と日本私立学校振興・共済事業団については、運用資産残高がそれぞれ8兆円、4兆円と大きくないものの、国内株式の割合はいずれも7～9%程度に留まっており、今後国内株式の買い増しが予想される。

第二には、厚生労働省が制度設計の検討に入っている、確定給付型年金と確定拠出年金の特徴を併せもった新たな企業年金制度創設の動きがある。検討中の新たな制度は、確定給付型年金のように企業が加入者全員の資金をまとめて運用する一方、運用利回りが不調でも追加の拠出はせずに加入者が給付金の変動リスクを負担する制度で、運用方法については労使で決定される。こうした年金制度が創設されれば、加入者は自分で運用する必要がなく、企業側も追加拠出の負担がないため、リスク資産を含め効率的な資産構成が実現しやすいだろう。

最後に、前述の日本郵政グループの上場に関連するが、かんぽ生命保険とゆうちょ銀行（資金循環統計上、預金取扱金融機関に分類される）によるリスク資産運用割合の引上げの動きが挙げられる。2015年4月に日本郵政が公表した中期経営計画では、上場に際し収益性改善を目指し、ゆうちょ銀行とかんぽ生命のリスク資産への投資の拡大が打ち出されている。ゆうちょ銀行の運用資産残高は200兆円超に及び、そのうち2015年3月末時点で外債の約32兆円、国内株式の約2兆円を含め、リスク資産の合計は46兆円を占める。国内株式の保有は限定されると見込まれるが、リスク資産を今後3年間で60兆円まで増額させる計画となっている。

4. まとめ

2014年度の資金循環統計によれば、リスク資産の中でも株式については公的年金等一部の部門を除き依然国内部門の資金流出超の傾向が継続しているものの、投資信託については家計を中心に着実に資金の流入が進んでいることが確認された。NISA制度の創設等の施策の効果が顕現化していると評価できるだろう。一方、国際比較をしてみると、家計の直接保有及び保険・年金を通じた間接保有を合計したリスク資産の保有比率は依然低位に留まっている。家計による直接的な投資の促進も重要であ

るが、日本特有の貯蓄志向に基づく安全資産を選好する傾向が根強いこと等を勘案すると、間接的なリスク資産の保有を促していくことも欠かせないだろう。家計の保険・年金による運用の増加や保険・年金基金の効率的な運用促進が必要となってくる。

2015年度以降も政府主導の制度改革や資金調達主体及び運用主体の取り組みの新たな動きが見られており、家計や保険・年金基金のマネーの国内株式や投資信託への流入はさらに進展することが期待される。もっとも、中長期的には、株式や投資信託、保険・年金、さらにその中の商品の中から運用方法を選好する個人の金融知識の向上という視点も不可欠であるだろう。

1 年金積立金管理運用独立行政法人「平成 26 年度運用状況の概要」「平成 25 年度業務概況書」

2 日本経済新聞社 2015 年 7 月 23 日「ジュニア NISA1 年で 150 万口座」

3 堀江奈保子「確定拠出年金の加入対象者拡大へ」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2015 年 4 月 6 日）