

## 90年代の家計マネーフロー

### 要約

- ・資金循環統計により90年代における家計部門のマネーフローの特徴を分析した。
- ・金融資産運用の基調は一貫してリスク回避傾向である。
- ・金利低下局面では低リスクで相対的に利回りの高い長期商品（金融債、信託、保険）が、その後の超低金利下では低リスクで流動性の高い資産（流動性預金、現金）が増加した。
- ・生保破綻以降、生命・損害保険は伸び悩んだが個人年金は伸張が続いた。
- ・99年度には株価上昇により累積評価損が縮小。投信、株式の積極的買い増しはみられず。
- ・90年代終盤には対外証券投資、外貨預金といった為替リスクをとる動きがあった。
- ・借入金のうち住宅信用のみは地価・金利動向や公的住宅信用により堅調に増加した。
- ・消費者信用はバブル崩壊後急速に縮小した。
- ・個人企業借入は金融機関による貸倒引当・償却が進んでおり、96年度以降減少基調。

### 1 はじめに

日銀の資金循環統計は金融資産・負債の包括的な統計であり、本誌でも家計部門のデータを用いた分析を行っている（注1）。今回は3月に公表された89年度末以降の遡及データ（年度系列）を用いて90年代（90～99年度）における家計部門のマネーフローを分析する（注2）。

特に、90年代における家計部門の金融資産運用姿勢とバブル崩壊後の調整、そして負債について、それぞれの推移と特徴を明らかにしたい。また、そのことによって最近の動向を10年間という長期的な流れの中で位置付けてみたい。なお、分析に当たっては当時の時代背景を踏まえる必要がある（注3）。

（注1） 2000年春号「ビッグバン開始後の個人マネーフロー」など。

（注2） 99年に統計の大幅改訂がなされたため、上記記事では97年12月末残高以降の分析しかできなかった。なお、99年度計数は速報値（以下同様）。

（注3） 主なものを列挙すると一般経済の面では資産価格の下落、景気の長期低迷、雇用、財政、公的セーフティネット等の先行きに対する不安の高まりがあった。また金融の面ではゼロ金利に至る金利低下、各種金融自由化、金融不安の発生があった。

### 2 80年代末との比較（金融資産）

まず10年間に生じた金融資産の変化を大まかに捉えるため、99年度末残高と89年度末からの増減をみておこう（第1表、負債については後述）。

99年度末における家計部門の金融資産残高は1,368.3兆円であり、10年間で50.3%増加した。内訳の変化は、低リスク資産へのシフトが基調となっている。低リスク資産とみなせる現金・預金と保険（注4）・年金の残高構成比は合わせて82.2%であり、10年間で12.7%ポイント上昇した。それに対して、金融債以外の各種有価証券は残高が減少した。

金融資産残高増加の主な内訳を金額と伸び率の2つの観点から整理しておこう。金融資産の増加額458.1兆円の主な内訳は、定期性預金(220.4兆円)、保険(114.3兆円)、年金(79.5兆円)、流動性預金(60.9兆円)である。また、残高が100%以上増加した資産は年金、外貨預金、金融債、流動性預金である。特に年金のうち個人年金は残高が4倍以上に増加

第1表 家計部門の金融資産・負債  
99年度末と89年度末の比較

(単位 兆円、%、%ポイント)

	99年度末残高	構成比	89末～99年度末残高増減		調整額
			増減率	増減額	
<b>金融資産合計</b>	1,368.3	100.0	50.3	458.1	-
<b>現金・預金</b>	748.4	54.7	66.6	299.2	-
現金	34.9	2.6	93.6	16.9	-
流動性預金	116.8	8.5	109.0	60.9	-
定期性預金	593.3	43.4	59.1	220.4	-
外資預金	3.1	0.2	140.9	1.8	-
<b>保険・年金準備金</b>	376.7	27.5	105.9	193.7	-
<b>保険(生命・損害)年金</b>	250.0	18.3	84.2	114.3	-
年金	126.8	9.3	168.2	79.5	-
<b>うち年金基金</b>	87.0	6.4	128.8	49.0	-
個人年金	39.8	2.9	329.6	30.5	-
<b>株式以外の証券</b>	83.4	6.1	16.5	16.5	10.1
<b>金融債</b>	14.5	1.1	140.2	8.5	0.6
<b>投資信託</b>	30.6	2.2	15.4	5.6	8.3
信託	27.6	2.0	39.6	18.1	-
<b>株式・出資金</b>	112.6	8.2	7.0	8.5	12.2
株式	87.8	6.4	18.5	19.9	18.1
<b>対外証券投資</b>	2.7	0.2	34.1	1.4	11.5
<b>借入金</b>	324.7	100.0	32.7	79.9	20.9
民間金融機関借入金	224.4	69.1	20.5	38.2	20.9
住宅信用	104.9	32.3	76.5	45.4	-
消費者信用	37.4	11.5	32.2	9.1	-
個人企業向け	82.2	25.3	16.6	16.4	20.9
公的金融機関借入金	90.9	28.0	84.2	41.6	0.0
公的住宅信用	76.6	23.6	93.1	36.9	0.0
非金融部門借入金	8.5	2.6	14.9	1.1	-
<b>資金余剰</b>	978.5	71.5	52.3	336.2	8.8

資料 日銀「資金循環統計」

- (注) 1. 金融資産合計は其他証券、未収金、預け金を含む。  
2. 資金余剰 = 金融資産 - 負債 (借入金以外を含む)  
3. 残高増減額 = 取引フロー (売買差引) + 調整額

した。

有価証券の調整額は価格変化等による残高(時価評価)の変化を表している。その金額は投資信託8.3兆円、株式 18.1兆円、対外証券投資 11.5兆円等である。これらの資産の残高増減額はそれぞれ 5.6兆円、19.9兆円、1.4兆円であり、両者を比較すると価格変動が残高の重要な増減要因であることがわかる。

- (注4) 後述のとおり90年代後半には保険の信用リスクが意識されたが、それ以前の保険が伸長した時期にはそうした認識は薄かったと考えられる。

### 3 90年代の推移(金融資産)

次に90年度から99年度まで10年間の時系列推移を追うことにより、上記の分析からはわからなかった動きや要因を明らかにする。家計部門の運用行動を理解するため、取引フロー (= 購入額 - 売却額) を中心にみていく。

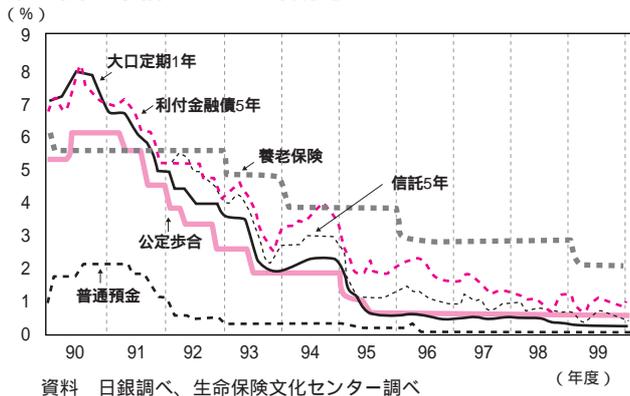
#### (1) 金利推移と種類別動向

金融資産合計のフローは期間を通じて縮小傾向にあった。内訳の動きについて主な特徴を整理すると、一貫したリスク回避を基本としながら、分析対象期間前半の金利低下局面においては低リスク資産のうち相対的に利回りの高いものへのシフト、後半の超低金利下では高流動性資産へのシフトがみられる。

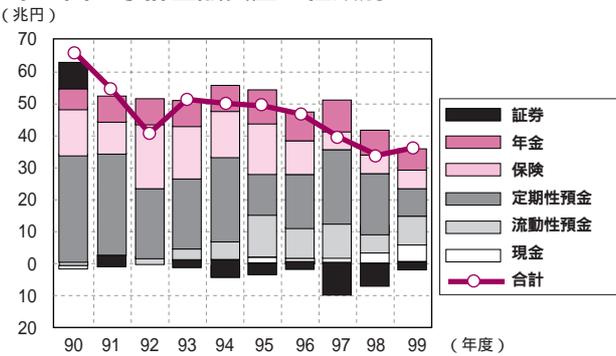
金融資産の種類別動向は概ね金利動向(第1図)から説明できる。まず90～92年度には、金利ピークからその後にかけて高利回りとなった金融債、信託が増加した(第3図)。これらは比較的長期の商品が中心とみられる(注5)。93年度以降、信託の利回りが金融債のそれを下回るようになると、94年度から信託の残高は減少に転じた。

続いて92～95年度、金利低下局面で利回り低下が遅いことから他商品に比べ高利回りとなった保険の増加が顕著となった(第2図)。95年度には公定歩合が史上最低の0.5%に引

### 第1図 家計の運用金利推移



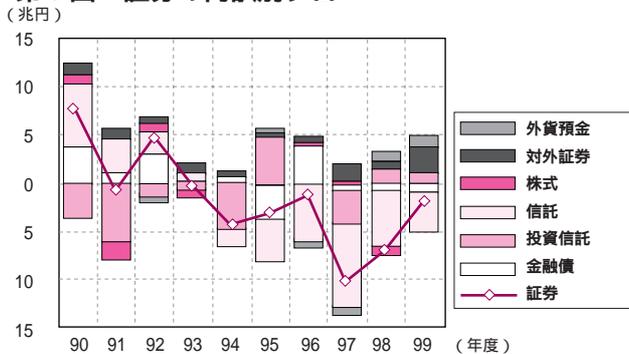
### 第2図 家計金融資産の種類別フロー



資料 日銀「資金循環統計」

- (注) 1. 金融資産合計は其他証券、未収金、預け金を含む。  
2. 92年度における金融資産増加額の縮小と、99年度における拡大は未収金によるもの。

### 第3図 証券の内訳別フロー



資料 日銀「資金循環統計」

- (注) 1. 第2図の「証券」の内訳  
2. 証券はその他の証券を含む。  
3. 外貨預金は残高増減額であり、為替変動を含む。

き下げられて超低金利期が始まった。その後96年度以降、保険の増加額は縮小した。要因としては利回り低下(=値上り)、不景気下で利用者による大型保険商品の見直しや掛け捨て指向(貯蓄部分の縮小)が進んだこと、97年度以降に発生した生命保険会社の破綻(注

6)、といったものがある。特に生保破綻は、家計にとって低リスク商品と認識されていた保険商品の性格が変わった点で重要である。

90年代後半には、金利低下とリスク意識の高まりにより高流動性資産が増加した。95年度以降、超低金利下で流動性預金の増加が顕著であり、ゼロ金利政策が導入された99年度には現金の増加も目立った。また金融機関の経営不安から、保険ばかりでなく金融債、信託、預金についてもリスクが意識されるようになった。

こうして積み上がった高流動性資産は、90年代前半における高利回り長期商品の増加と対比すれば本来は金利選好が高く、待機性資金としての性格が強いものと考えられる。

- (注5) 例えば90年度には5年もの利付金融債が大量に売れたいわゆる「ワイド・フィーバー」が発生した。ちなみに現在大量満期を迎えている郵便局の定期貯金もこの時期に増加した。  
(注6) 97年に日産生命が破綻して以来、生命保険会社の破綻は毎年起こっている。

### (2) 個人年金のウェイト増大

他の資産の増減が年によって変動するのに比べて、年金は安定的に増加している。このような特徴は年金基金が含まれていることや超長期商品としての性格によるものと考えられる。

年金は個人年金と年金基金に分けられる(注7)。家計が自らの判断で利用する個人年金の方が、年金基金より年毎の変化が大きい(第4図)。個人年金のフロー(増加)は90~95年度にかけて拡大した後、96年度以降保険と同様の環境変化(上記)から縮小したものの、90年代前半よりは高い水準を維持した。生命保険に対する需要は飽和傾向であったの

に対して、個人年金に対する需要は高齢化や年金の先行きに対する不安の高まりから底堅かったと考えられる。

保険（生命・損害）のフローが半減したこととあいまって、生命保険会社等で扱う保険商品全体（生命・損害＋年金）のフローに占める個人年金の割合は15%前後から30%前後にまで上昇した（第4図）。

（注7） 家計部門の年金は保険部門および年金基金部門の年金準備金であり、公的年金は含まない。そのうち年金基金は企業年金等であり、家計自らの意思による資産運用ではない。ここでは家計部門の運用姿勢を捉えたいので、主に保険部門の年金準備金（個人年金）に関心がある。

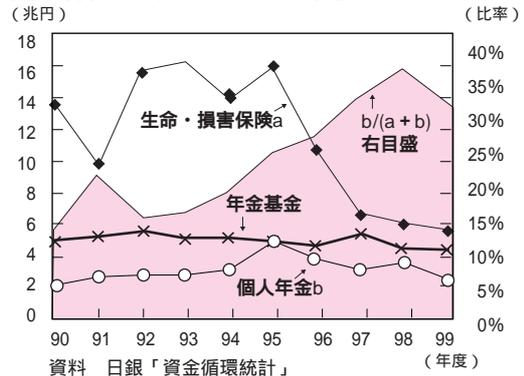
### (3) 株価、為替相場とリスク資産

株価や為替相場によって元本リスクを抱える資産のフローは、家計金融資産全体からみるとそれほど大きな動きではない。しかし家計部門のリスクに対する姿勢を把握する上では重要な材料である。そこでこれらの資産の動きを株価、為替相場の推移とともに追ってみよう。

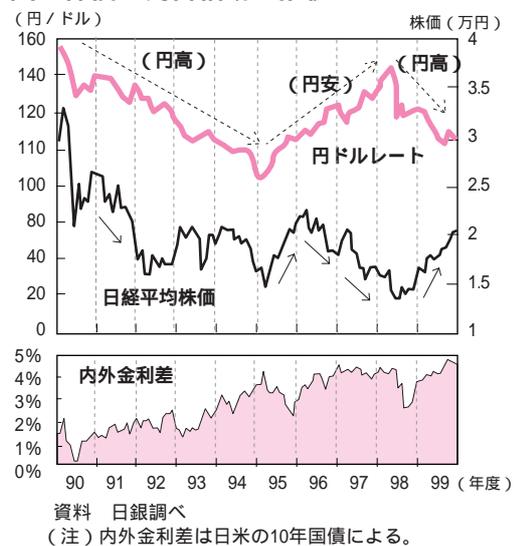
まず投資信託のフロー（第3図）をみると株価の動き（第5図）と相関があり、概ね株価が上昇した年度は買い越し、低下した年は売り越しとなっている。また、2回あった株価上昇局面を比べると、99年度は95年度に比べて買い越し額が少ない（注8）。

株式はフローが少なく、価格変化による評価損益（調整額）の変動が大きい（第1表、第3図）。フローよりもむしろバブル崩壊後の株価下落による評価損が縮小したかどうか問題であろう。評価損益の累計を算出してみると（第6図）、90年度以降の累積評

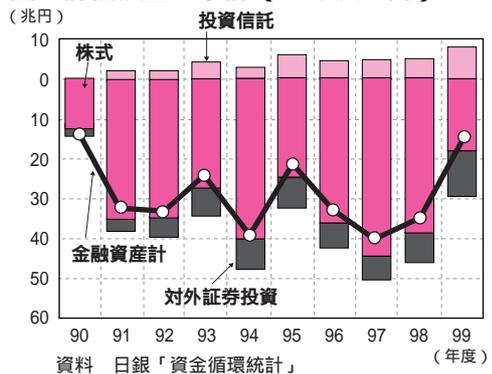
第4図 保険・年金のフロー推移



第5図 株価と為替相場の推移



第6図 評価損益の累計（90年度以降）



価損は44.6兆円（97年度）まで拡大した後、99年度には株価回復に伴い18.1兆円とピーク時の4割以下に縮小したことがわかる。

対外証券投資のフローは96年度を除き安定的な増加が続いている。特に99年度は大

幅な買い越し(2.8兆円)となった。円高のため為替差損が累積しているとみられる。

外貨預金にはフロー(取引)と調整額(為替相場変動)の区別がないため実態をつかみ難いが、残高増減額の推移からみて98~99年度には為替差損が出る中で買い増したと考えられる(第3図)。特に99年度は大幅な買い越し(1.2兆円)となった。

最近時の99年度におけるリスク資産の動きから、家計部門が株価リスクよりも為替リスクがある商品を積極的に買い増す傾向がみてとれる。まず株価上昇と累積評価損縮小にもかかわらず、株式や投資信託を買い増す動きはそれほどない。他方で対外証券投資、外貨預金については円高(為替差損)傾向にも関わらず10年間で最大の買い越しとなった。ゼロ金利下で内外金利差(第5図)が注目されたこと、外為自由化、銀行窓口での外貨預金の取扱いが広がったこと等が要因と考えられる。

(注8) ただし、公社債投信の動きが影響した可能性もある。投資信託のうち、直接株価に反応するのは株式投信と考えられる。しかし投資信託の内訳(公社債投信、株式投信)は不明なので検証できない。

## 4 負債(借入金)の動向

### (1)89年度末との比較(借入金)

金融資産と同様に、負債の動向についても整理しておこう。

99年度末における家計部門の借入金残高は324.7兆円であり、10年間で32.7%増加した(第1表)。主に住宅信用が増加(民間金融機関45.4兆円、公的金融機関36.9兆円)した。

それに対して個人企業向資金は16.4兆円減少した。減少は主に調整額(貸し手の貸倒れ

引当+直接償却、20.9兆円)による。

### (2)90年代の推移(借入金)

借入金フローの推移をみると、全体としては段階的な縮小が続いたこと、内訳の動きとしては住宅信用の一貫した増加とそれ以外の縮小が特徴である。

バブル末期の90年度に25兆円あった借入金フローは、主に消費者信用の縮小(注9)により91~95年度は10~15兆円となった(第7図)。さらに96年度以降、個人企業借入フローが減少に転じたことから2~5兆円まで縮小した。

このように借入金フローが縮小する中で、住宅信用は比較的安定していた。年度によって変動はあるものの、フローは概ね6~11兆円(民間と公的金融機関の合計)程度で推移した。地価下落と金利低下により資金需要が喚起されたためと考えられる。また、住宅公庫の貸付枠や融資条件、税制上の優遇といった政策要因も重要である。

時系列推移をみると、民間住宅信用と公的住宅信用のシェアは大きく変化している。94年度までは、民間住宅信用の縮小とともに公的住宅信用が増加し、94年度における公的住宅信用のシェアは8割を超えた。これはバブル崩壊後の景気刺激策として公的住宅信用が供給されたことによる。その後95年度以降になると、超低金利下における民間金融機関への借換えや、住宅ローン商品自由化による新商品開発などによって民間金融機関のシェアが過半を占めた。

個人企業借入の残高はフローの縮小と債務不履行(注10)により94年度以降、減少して

いる。フローは95年度まで緩やかに縮小した後、96年度からマイナスとなった。

景気の低迷による資金需要の縮小や、金融機関の融資姿勢慎重化によるとみられる。また、多額の債務不履行が残高減少に寄与している。調整額（貸し手金融機関による貸倒引当+直接償却）の推移をみると、93年度以降は一貫して毎年1兆円を上回っている。特に94～98年度には合計17兆円近い引当・償却が行われたことがわかる。

(注9) 借入により投機資金を賄う「両建て」取引にフリーローン等が用いられた。

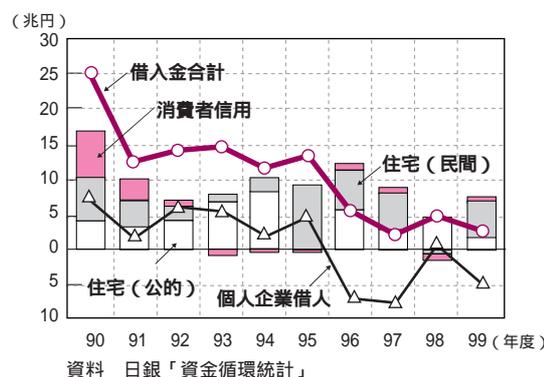
(注10) 調整額として負債の残高から差引かれる。

## 5 まとめ

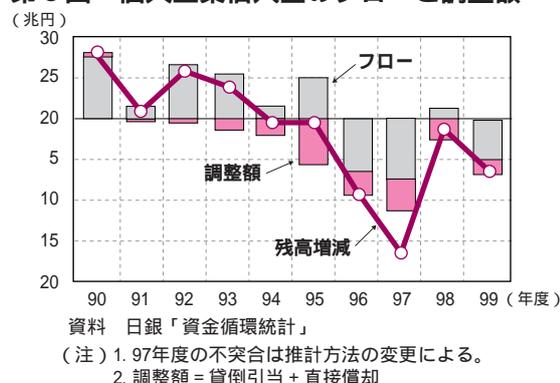
90年代における家計部門の金融資産運用は一貫したリスク回避傾向が基調であり、低リスク資産へのシフトが続いた。低リスク資産という枠の中では金利選好が働き、金利低下局面においては相対的に利回りの高い長期商品（金融債、信託、保険）が増加した。しかしその後の超低金利下においては、金融不安もあって流動性の高い資産（流動性預金、現金）が増加した。この高流動性資産は待機性資金と考えられる。

リスク資産については99年度における株価上昇局面で累積評価損が縮小したものの、株式リスク商品の積極的買い増しはみられなかった。むしろ90年代終盤には内外金利差や規制緩和によって為替リスク商品を購入する動きがでてきた。借入金住宅信用のみが地価・金利動向と景気対策により一貫して増加した。それに対して消費者信用はバブル崩壊後縮小、個人企業借入は96年度以降減少基調

第7図 借入金のフロー推移



第8図 個人企業借入金のフローと調整額



で償却・引当が進行している。

以上の家計金融資産・負債の分析結果から、10年を経ても、リスク回避、株式の累積評価損、個人企業借入減少などバブル崩壊の影響は色濃く残っていると考えられる。

さらに雇用、金融、公的セーフティーネット等に対する不安が、資産運用におけるリスク回避傾向や、個人年金の増加に寄与しているとみられる。特に90年代の金融自由化と金融機関の破綻を経て、各種金融資産のデフォルトリスクが認識されるようになった。

一部に為替リスク商品を購入する動きがあるものの、リスク商品運用の先行きは依然として不透明である。そうした中で積み上がった高流動性資産の行方が注目される。

(平澤 明彦)