90年代における家計金融資産の動き

要　　約

＊資金循環統計により家計部門金融資産の90年代における動向を分析した。
＊金融資産運用の基調は一貫してリスク回避傾向であった。
＊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、保険（生命・損害）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。

本稿は資金循環統計により、90年代（90～99年度）における家計部門の金融資産動向を分析するものである（注1）。

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について、推移と特徴を明らかにし、90年代末の動向を10年間の中で位置付けてみたい。なお、分析に当っては当時の経済金融情勢（注2）を踏まえる必要があるので必要に応じて触れることにする。

（注1）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る。本稿ではそのうち主に家計部門の金融資産の計数を用いる。99年の大幅改訂により、現行統計で使用できる長期系列は89年度末以降の年度遡及データのみである。また、各種推計を含んでいる点には注意を要する。

（注2）主なものを列挙すると一般経済の面では①資産価格の下落、②景気の長期低迷、③雇用、財政、公的セーフティー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④ゼロ金利に至る金利低下、⑤各種金融自由化、⑥金融不安の発生があった。

80年代末との比較

まず10年間に起こっ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（表1）。

99年度末における家計部門の金融資産残高は1,389.8兆円であり、10年間で50.1％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・年金（注3）の残高構成比は合わせて81.4％であり、10年間で12.3％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464.1兆円のうち主な内訳は、定期性預金（219.7兆円）、保険（113.1兆円）、年金（79.4兆円）、流動性預金（61.1兆円）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△13.5兆円、対外証券投資△10.4兆円等である。これらの資産の残高増減額はそれぞれ△4.3兆円、△15.2兆円、△0.4兆円であり、両者を比較すると価格変動が残高増減に大きく影響していることがわかる。

（注3）保険が伸長した90年代前半には保険の信用リスクに対する認識は薄かったと考えられる。

90年代の推移

次に90年度から99年度まで10年間の時系列

表1　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、%）

	99年度末残高		89末～99末残高増減		
		構成比	増減率	増減額	調整額
金融資産合計	1,389.8	100.0	50.1	464.1	△7.6
現金・預金	747.9	53.8	66.5	298.6	―
現　　金	34.9	2.5	93.6	16.9	―
流動性預金	117.1	8.4	109.4	61.1	―
定期性預金	592.6	42.6	58.9	219.7	―
外 貨 預 金	3.1	0.2	140.9	1.8	―
保険・年金準備金	383.6	27.6	100.7	192.5	―
保険（生命・損害）	252.4	18.2	81.1	113.1	―
年　　金	131.1	9.4	153.5	79.4	―
年金基金	90.9	6.5	115.8	48.8	―
個人年金	40.2	2.9	318.3	30.6	―
株式以外の証券	92.4	6.6	△12.3	△13.0	10.2
うち金融債	14.5	1.0	111.4	7.7	0.7
投 資 信 託	31.9	2.3	△11.8	△4.3	8.3
信　　託	35.4	2.5	△29.1	△14.5	―
株式・出資金	116.8	8.4	△4.9	△6.0	△7.4
う ち 株 式	92.5	6.7	△14.1	△15.2	△13.5
対外証券投資	3.9	0.3	△9.4	△0.4	△10.4

資料　日銀「資金循環統計」により作成
（注）1. 金融資産合計はその他証券、未収金、預け金を含む。
　　2. 残高増減額=取引フロー（売買差引）＋調整額

推移を追うことにより、さらに詳細な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－売却償還額）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、①一貫したリスク回避を基本としながら、金利動向に対応して分析対象期間前半の②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③超低金利下では高流動性資産へのシフトがみられた。また、④各種金融商品に対するリスク意識が高まり、より安全な資産へシフトした。

金融資産の種類別動向は金利動向（図1）から大きな影響を受けたとみられる。まず90～92年度、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（図3）。これらは比較的長期の商品が中心とみられる（注4）。93年度以降、信託の利回りが金融債のそれを下回ると、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（図2）。95年度には公定歩合が史上最低の0.5％に引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5）、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、金利の低水準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、待機性資金の性格を有すると考えられる。

（注4）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額貯金もこの時に増加した。

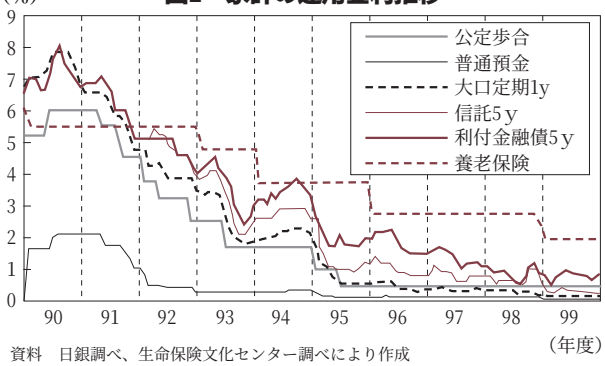
（注5）97年に日産生命が破綻して以来、生命保険会社の破綻は毎年起こっている。

（2）個人年金は堅調に推移

年金は10年間で特に伸長しただけでなく、

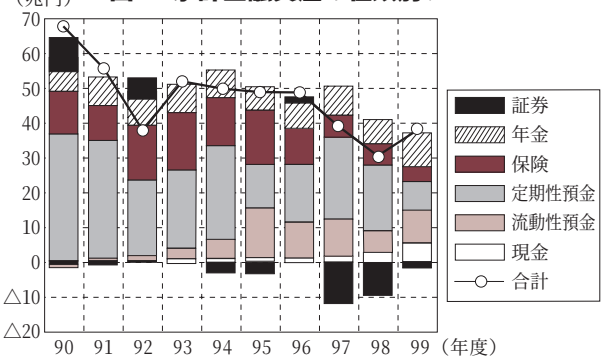
他の資産に比べて安定的に増加している。このような特徴は年金へのニーズが強かったことに加えて、年金基金が含まれていることや超長期積立て商品としての性格によるものと考えられる。

図1　家計の運用金利推移



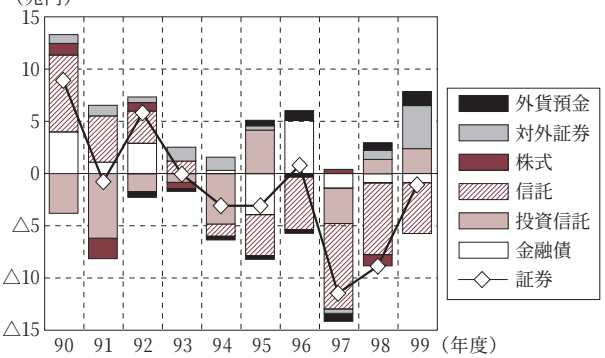
資料　日銀調べ、生命保険文化センター調べにより作成

図2　家計金融資産の種類別フロー



資料　日銀「資金循環統計」により作成
(注) 1．金融資産合計はその他証券、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。

図3　証券の内訳別フロー



資料　日銀「資金循環統計」により作成
(注) 1．図2の「証券」の内訳。
2．証券はその他証券を含む。
3．外貨預金は残高増減額であり、為替変動を含む。

年金は個人年金と年金基金に分けられる（注6）。家計が自らの判断で利用する個人年金についてフローの推移（図4）をみると、90～95年度にかけて増加幅が拡大した後、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、縮小は保険に比べて緩やかであった（注7）。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から底堅かったとみられる。

（注6）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。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。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。

（注7）個人年金と保険の比較は保険会社や農協共済における年金保険（共済）の販売を念頭においている。

(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。そこでそ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（図3）をみると株価の動き（図5）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（表1、図3）。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が問題であろう。評価損益の累計を算出してみると（図6）、90年度以降の累積評価損は44.6兆円（97年度）まで拡大した後、99年度には株価上昇に伴い13.5兆円とピーク時の3割程度に縮小したこと

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（4.1兆円）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（図6）。

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（図3、図5）。特に99年度は大幅な買い越し（1.2兆円）となった。

こうした最近時の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（図5）が注目されたこと、外為自由化、銀行窓口での外貨預金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。

まとめ

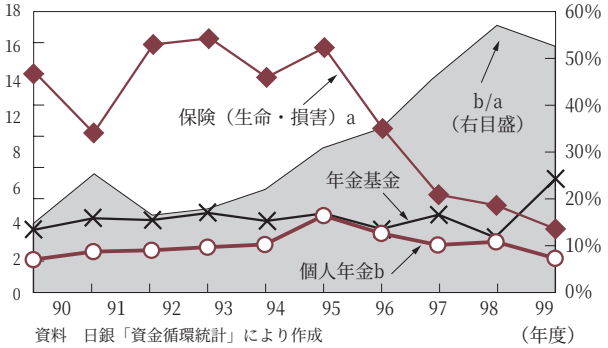
以上の家計金融資産の分析結果から、10年を経ても、リスク回避、株式の累積評価損などバブル崩壊の影響は色濃く残っていることがわかった。

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たことの影響が大きいと考えられる。

一部に為替リスク商品を購入する動きは出てきているものの、リスク商品運用の先行きは依然として不透明である。超低金利下でリスクを避けて積み上がった高流動性資産の行方が引続き注目される。

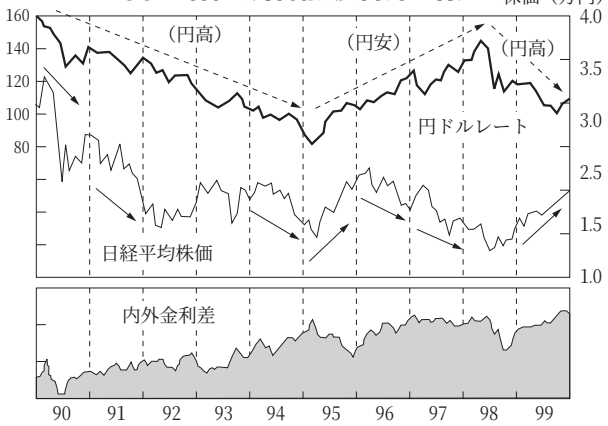
（平澤 明彦）

図4　保険・年金のフロー推移



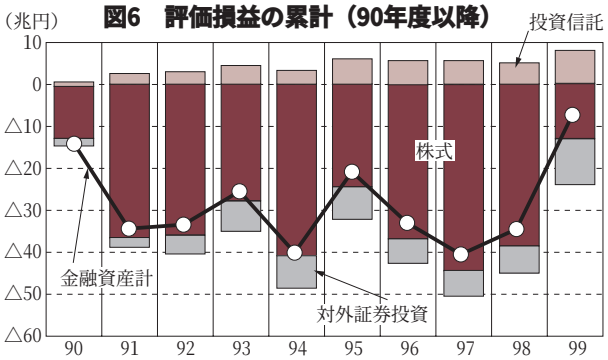
資料　日銀「資金循環統計」により作成

図5　株価、為替相場、内外金利差



資料　日銀調、Datastreamにより作成
（注）内外金利格差は日米の10年国債による。

図6　評価損益の累計（90年度以降）



資料　日銀「資金循環統計」により作成