

家計金融資産の誤謬②

■ 家計金融資産の相場要因

前回は、家計の金融資産をマクロ的に増やすことができるのは基本的に政府や企業の負債の増加だということを簡単なモデルを使って説明しました。ただ、資金循環統計は時価ベースの統計ですので、資産価値または負債価値の上昇や下落によってもそれは増減します。

家計金融資産を構成する 3 つの主要項目（現預金、保険・年金、株式・投資信託）のうち相場変動の影響を受けるのは保険・年金、株式・投資信託の 2 つで、前者は主に金利変動の影響を受け、後者は主に株式などリスク資産の相場変動から影響を受けます。これに対し、現預金は実質的に相場変動の影響を受けません。

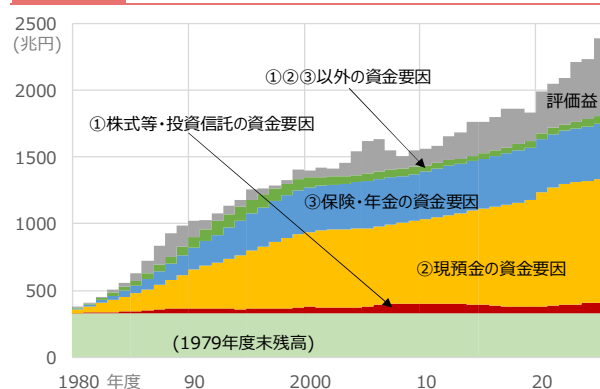
具体的に、金利が上昇すれば保険や年金（の受給権）価値は下落し、リスク性資産の相場が上昇すれば一般に株式・投資信託の価値は上昇します。そして時価ベースでみた家計金融資産もそのように変動します。実際に、最近の株高・金利高の局面では、家計の金融資産のうち保険・年金には減少圧力が、株式・投資信託には増加圧力がかけられます。保険・年金は受給時期が近づくことによる時間効果もあるでしょう。

■ 実際の増加要因

家計金融資産の総額が 2026 年 3 月末で 2406 兆円となり、1980 年 3 月末の 332 兆円から 7 倍以上になっているのは前回述べた通りです。この 2000 兆円あまりに及ぶ 46 年間の増加分を要因ごとに分解したのが図 1 です。このグラフの最下層には 1980 年 3 月末時点の残高、約 332 兆円があり、そこからの増加分を株

式・投資信託の資金要因、現預金の資金要因、保険・年金の資金要因、その他の資金要因、そしてすべての項目の相場要因を合計したものの計 5 つに分解してあります。相場要因も項目ごとに分解することは可能ですが、ここでは合計のみ表示してあります。

図 1 家計金融資産のフローとストック



（出所）日本銀行資金循環統計より野村アセットマネジメント

この図を見ると、この 46 年間の個人金融資産はその大部分が現預金と保険・年金への資金流入で説明できることがわかります。実際の数字で示すと、この間の家計金融資産の増加分 2075 兆円のうち、現預金と保険・年金の資金要因がそれぞれ 924 兆円、407 兆円で、これら 2 つを合わせると 64.1%ほどになります。つまり 3 分の 2 近くはこれら 2 つの要因で説明できるということです。株式・投資信託の資金要因は 78 兆円、主要 3 項目以外の資金要因は 60 兆円です。これらの資金要因をすべて合計すると 1469 兆円で、全体に対する比率は 70.8%となります。そして、残りの 605 兆円(29.2%)が相場要因です。この相場要因をさらに項目別に見ると、株式・投資信託が 462 兆円、年金・保険が 129 兆円となり、この 2 つで大部分を占めます。

この相場要因は今でこそ非常に大きなものになっていますが、2010年度は約123兆円にすぎませんでした。2011年3月末の家計金融資産1584兆円に対して、相場要因による貢献は1割にも満たなかったわけです。

ミクロで見れば、家計は銀行や郵便局にせせと預貯金を預け入れ、将来の不安に備えて保険に加入していったということになるのですが、マクロでは少し見え方が異なります。このように、資金要因として家計金融資産が積み上がっていったのは、政府が国債(地方債なども含めた公共債)を大量に発行し、企業が株式発行や借入によって資金を調達していったからです。これが、金融機関のバランスシートを通して形を変え、間接的に家計金融資産の増加につながったと考えられるわけです。債券や借入については金融機関の資産側に計上され、それが負債側の預金や保険・年金受給権といった形の家計金融資産となりますし、株式には、金融機関を通して家計の資産になる部分と、直接投資によって家計が直接保有する分があります。投資信託は、形式上は金融機関を通じた仲介ですが、実質的には直接投資と考えた方が良いでしょう。

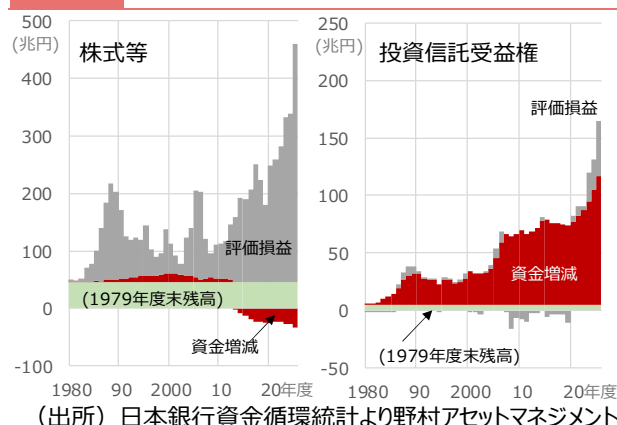
いずれにしても、2010年頃までの家計金融資産は大部分がこのような資金要因によって増加していたと考えられます。そして、2010年代からは相場要因によって家計金融資産の増加ペースが速くなっているわけですが、引き続き資金要因の寄与は大きいままです。その最大の原因は政府債務の累増で、政府が間接的に国民から借金をしてそのお金が国民に還流している構図によるものです。これを繰り返せば、家計金融資産はいくらでも大きくすることができます。これは左手から右手にお金を動かしただけであり、国民から国民への借金だと言えるでしょう。バランスシ

トで見れば、家計に(初期状態では)預金という資産が増え、政府は負債として国債が増え、目に見えない資産として徴税権の価値が増加したことになります。しかし、これが良い循環だと言えないのは当然でしょう。

■フローからストックへ

直近15年ほどの相場要因による家計金融資産の増加を支えているのは株式・投資信託ですが、その内訳を見ると株式と投資信託でその構図はずいぶん違います。図2は、両者を資金要因と相場要因に分けて示したのですが、左のグラフの株式はほとんどが相場要因、投資信託は大部分が資金要因ということになります。これをそのまま信じれば(にわかには信じがたいところもありますが)、株式に継続的に資金が流入しているわけではまったくなく、相場上昇による投資信託の評価益が家計金融資産の増加に寄与したのは2020年前後以降だということになります。

図2 株式および投信のフローとストック



投資信託についてはインデックスファンドブームにNISA効果も重なって引き続き資金要因が大きいのですが、株式とともに最近では成長投資枠効果が出てきたように見えます。今後の家計金融資産は、フロー中心の伝統から米国型のストック押し上げ型に移行していくのでしょうか。(K5)

野村アセットマネジメントからのお知らせ

■ ご注意

下記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、それぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧ください。

■ 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。なお、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

■ 投資信託に係る費用について

以下の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

2026年10月現在

ご購入時手数料 《上限 3.85%（税込み）》	投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。 投資信託によっては、換金時（および償還時）に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。
運用管理費用（信託報酬） 《上限 2.222%（税込み）》	投資家はその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 * 一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 * ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。
信託財産留保額 《上限 0.5%》	投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。
その他の費用	上記の他に、「組入価値証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断下さい。