

個人部門の貯蓄および金融資産運用について

〔要 旨〕

1. 個人部門の金融資産運用額は、昭和40年代の高度成長期に安定的な増加を続けたあと、50～53年にかけてのいわゆる第1次石油危機の調整過程においては一段と増加したが、その後54年には減少し、55年についても引続き減少する見込みであるなどこのところ増勢頭打ちのかたちとなっている。
2. こうした金融資産運用額の増勢頭打ちの背景としては、①家計の名目可処分所得の伸びが第1次石油危機以降低下していること、②第1次石油危機後高水準を続けていた個人貯蓄率が、54年には危機前のいわばノーマルな水準にまで低下したこと、③住宅投資の面では既往借入分の返済が高水準にあるなど住宅投資負担が増すうしていること、などが指摘できよう。
3. 上記個人部門の金融資産運用の伸び悩みを映じて、マネーフロー構造の面でも変化がみられる。すなわち50～53年ごろまでの第1次石油危機後の経済の調整過程においては、法人企業部門の資金不足は僅少、公共部門の資金不足は大幅であったが、最近では個人部門の資金余剰幅が縮小し、法人企業部門の資金不足幅が拡大し、公共部門の資金不足幅は若干縮小する方向に変化している。このような状況の下で、先行き民間設備投資が堅調を持続するとすれば、法人企業部門と公共部門の資金調達競争の競争力が強まる事態も予想され、民間資金のクラウドファンディング・アウトを避けるためには今後とも国債発行の減額を着実に進めていくことが望まれる。
4. こうしたなかで個人部門の金融資産選択の内容の面では幾つかの特色がみられる。第1は現金・要求払預金の伸びが大幅に鈍化していることであり、これは消費の伸び悩みのほか、金融資産の蓄積や金利変動幅の拡大等を背景に、個人の利回り重視姿勢が強まっていることが響いているとみられる。

第2の特色は、郵便貯金が長期にわたり大幅に増加し、個人部門の貯蓄のなかでのウエイトを高めていることである。このような郵便貯金の急速な増加やウエイトの増大は資金の流れに大きな影響を及ぼしており、国民経済的にみた資金配分のあり方や金融政策の運営等の面に種々の問題を提起するに至っている。

第3の特色として、国債を中心とする個人の債券選好の高まりがあげられ、国債の市中消化額に対する個人消化比率も近年上昇している。もっとも、わが国における国債発行の大宗は依然として金融機関引受に依存しており、この面からくるマネーサプライの増加圧力を緩和していくためには、個人のニーズに応じて国債の商品性をさらに高めるとともに、市中実勢を一層尊重した発行条件を設定すること等を通じて、個人消化をさらに促進する方向が望ましいと思われる。

〔目 次〕

はじめに

1. 個人貯蓄および金融資産運用の変動とその背景
 - (金融資産運用の推移)
 - (個人貯蓄の供給とその変動)
 - (住宅投資負担の動向)
 - (マネーフロー構造の変化)

2. 金融資産選択の特色

- (金融資産選択の推移と特色)
- (現金・要求払預金の伸びは大幅鈍化)
- (郵便貯金増加の背景と影響)
- (個人の債券投資動向)

はじめに

第1次石油危機を契機とする貯蓄率の上昇に伴い個人部門^(注1)の金融資産運用は、53年ごろまで大幅な増加をつづけてきたが、54年、55年にはそれぞれ前年を下回った。このように運用総額が伸び悩むなかで、内容的には金利選好が一段と強まり、また郵便貯金の増勢が高まるなど、いくつかの特徴的な動きが生じている。

いうまでもなく、個人部門は法人企業部門や公共部門などに対する最終的な資金の供給主体であり、またそのような位置付けからも明らかなように、国内非金融部門の金融資産運用額に占めるウェイトも約 $\frac{1}{2}$ と際立って高い^(注2)。従って、個人の金融資産運用・選択の行方は、今後の金融構造に対しても大きな影響を与えずにはおかないと思われる。そこで本稿では、最近における個人金融資産運用の動向と金融資産選択の特徴等について

概観してみたい。

1. 個人貯蓄および金融資産運用の変動とその背景

(金融資産運用の推移)

個人部門の金融資産運用(増加額)の動向を本行「資金循環勘定」をもとにみると(第1図)、昭和40年代前半には経済の高度成長のなかで金融資産は安定的な増加を続けていたが、47～48年には土地売却の盛行や所得の伸びの高まり等を映じて急増した。その後、49年には金融引締めの影響等から増勢一服となったが(49年の運用減少は金融引締めに伴う個人企業の手許流動性の減少が主因とみられる)、50～53年のいわゆる第1次石油危機後の調整過程においては、運用額は一段と増加した。ところが、54年になると運用額は前年比減少し(-1.9%)、55年についても9月までの実績からみて前年に引続き減少の見込みであるなど、こ

(注1) 個人部門には勤労者世帯だけでなく、農林漁業世帯、商店・工場経営者等の個人企業および非営利団体(宗教団体、共済組合、学校法人等)も含まれる。

(注2) 国内非金融部門の金融資産運用に占める個人部門のシェア

(単位・千億円、カッコ内構成比・%)

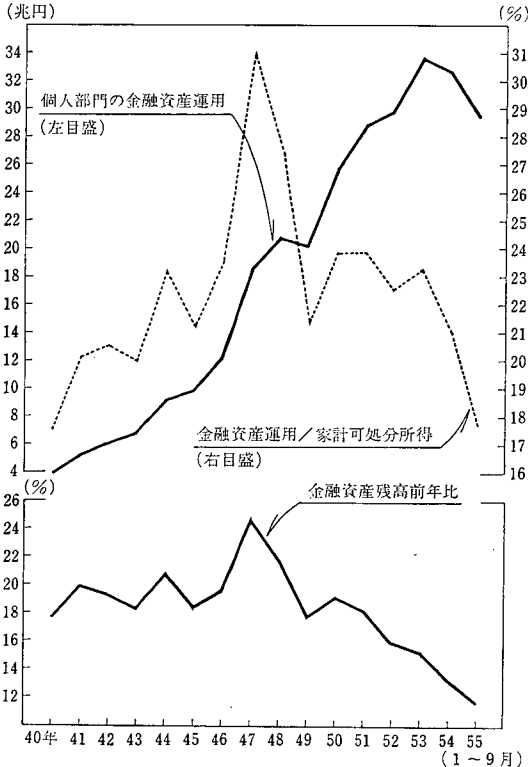
	フローベース (54年度中)	ストックベース (55年3月末)
個人部門	317(66.7)	2,967(68.0)
法人企業部門	73(15.5)	936(21.5)
公共部門	85(17.8)	460(10.5)
国内非金融部門計	475(100.0)	4,363(100.0)

(注) 1. 「資金循環勘定」より作成。

2. 金融資産運用は、現金、信託、保険、有価証券の合計。

〔第1図〕

個人部門の金融資産運用



- (注) 1. 資金循環勘定等により作成(金融資産は株式を除く)。
 2. 55/4～6月以降の家計可処分所得は日本銀行調査局試算。
 3. 金融資産残高は年末時点(55年は9月末)。

のところ個人部門の金融資産運用額は増勢頭打ちのかたちとなっている。こうした金融資産増加額を家計の可処分所得との対比でみても、47～48年に異常に上昇したのを除き40年代後半以降50年代初期までおおむね23～24%で推移していたが、54年には21%、55年(1～9月中)には18%弱と大きく低下している。

このようなフローベースの金融資産の増加テンポの鈍化を映じて金融資産残高の伸び率も鈍化傾向をたどっており、昭和41～50年代初の前年比平均+20%弱の伸びから51～53年にかけて緩やかに低下したあと、54年以降は鈍化傾向を強め、55年

9月末現在では前年比+12%弱と、これまでになく低い伸びとなっている。

こうした54年以降の金融資産運用の伸び悩みは、金融引締めに伴う手許流動性取崩しの動きなどを映じて法人企業部門においても同様に生じているが、法人企業の場合、そうした現象は金融の繁閑に応じてこれまでもある程度みられたのに対して、個人部門の金融資産運用が最近のようにはっきりとした増勢頭打ち傾向を示すことは従来あまりみられなかったことである。

次にこうした個人部門の金融資産伸び悩みの背景を探っていくこととしたい。

(個人貯蓄の供給とその変動)

個人部門の金融資産運用の増減をもたらす要因は、①可処分所得と消費支出の差額としての「貯蓄」および、②住宅投資を中心とする「投資負担」(=実物投資-借入純増。借入は、それを実行する時点では家計の投資による金融資産取崩しを軽減するため、この分を控除)の両者の変動に集約される。すなわち

$$\text{金融資産増加} = \underbrace{\left(\frac{\text{可処分所得} - \text{消費支出}}{\text{貯蓄}} \right)}_{\text{貯蓄}} - \underbrace{\left(\frac{\text{実物投資} - \text{借入純増}}{\text{投資負担}} \right)}_{\text{投資負担}}$$

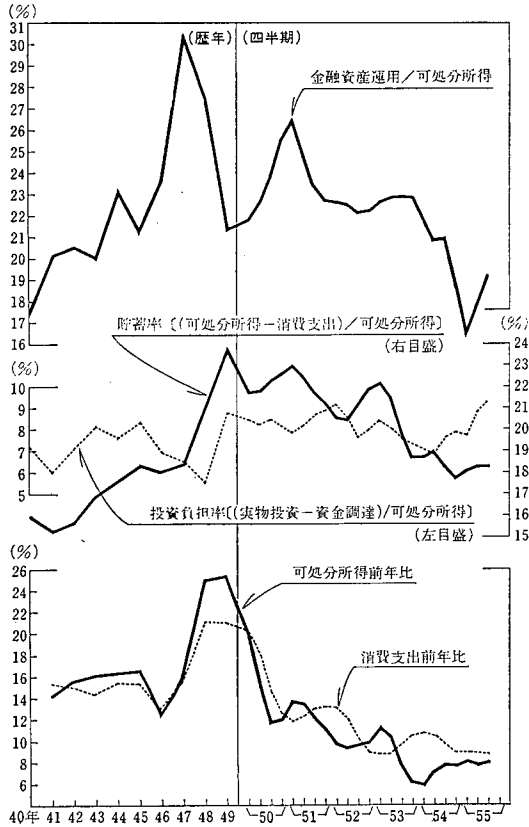
であり、金融資産の増加(減少)は結局、貯蓄の増加(減少)ないし投資負担の減少(増加)によってもたらされることになるわけである(注3)。

第2図は個人部門の金融資産運用およびその変動要因としての貯蓄、投資負担を対可処分所得比率で図示したものであるが、貯蓄率が53年央以降大幅に低下した一方、投資負担率が54年以降かなり上昇しており、両者ともに最近の金融資産運用の伸び悩み要因として作用したといえよう。以下、こうした関係をもとにまず個人金融資産の変

(注3) このほか、個人による土地の売買も、当然、金融資産を増減させる要因である。ただ、これを統計的に把握することは困難なため、本稿ではこれを捨象している(なお、上記式における「実物投資」も、金融資産増減の一要因としてみる場合には土地購入資金も含むべきであるが、GNPベースの実物投資からはやはりこれが除外されている)。

【第2図】

個人部門の金融資産運用の変動要因
(対家計可処分所得比率)



- (注) 1. 可処分所得、消費支出、実物投資はGNPベース(55/4～6月以降の可処分所得は日本銀行調査局試算)。金融資産運用(株式を除く)、資金調達は資金循環勘定ベース。
 2. 金融資産運用/可処分所得中(可処分所得-消費支出)/可処分所得-(実物投資-資金調達)/可処分所得
 3. 四半期計数は季節調整済み、3期加重移動平均値(ウェイト1:2:1)。

動をもたらす最大の要因である個人貯蓄の動向からみていくこととしよう。

個人貯蓄の推移をみると、金融資産蓄積の動きとほぼ同様、48～49年にかけて大幅に増加したあとも53年までは増勢を続けてきたが、54年には前年比減少するなど、最近では鈍化傾向が著しい。こうした個人貯蓄の動きを経済全体の動向との関連において考えるためには、これを国民所得、所得の個人部門への分配関係および個人貯蓄率という3つの要因に分けてみるのが有用である(第

3図)。すなわち、

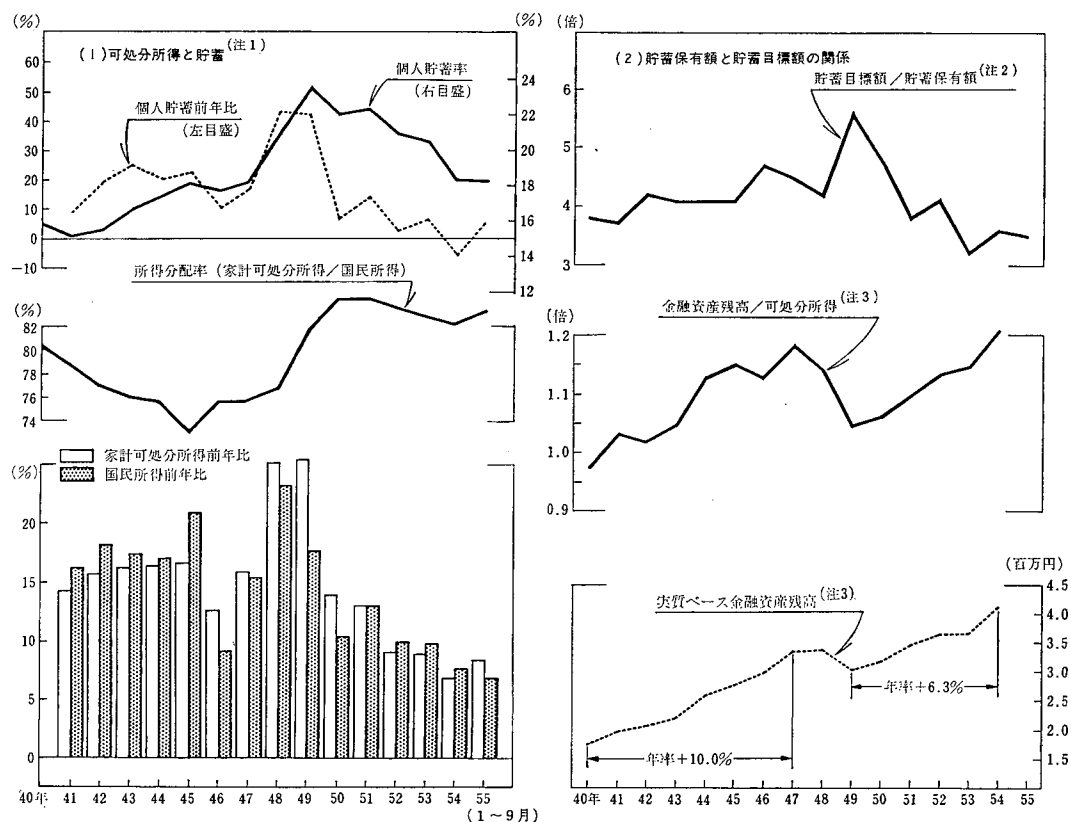
$$\text{個人貯蓄} = \frac{\text{国民所得}}{\text{所得分配率}} \times \frac{\text{家計可処分所得}}{\text{国民所得}} \times \frac{\text{個人貯蓄}}{\text{家計可処分所得}} = \frac{\text{個人貯蓄}}{\text{個人貯蓄率}}$$

まず、名目国民所得の伸び(名目GNPの伸びにはほぼ一致)は、第1次石油危機以降における実質成長率の低下と物価上昇の収束化に伴い、昭和50年代には大幅に鈍化し、また54～55年には、原油価格の大幅上昇下においてホーム・メイド・インフレを回避しえた結果、名目成長率はさらに幾分低下した。一方、マクロ的な所得分配率をみると、第1次石油危機直後の大幅質上げやそれにつづく企業収益の悪化等を映じて家計部門(個人企業を含む)の所得分配率は49～50年にかけて急速に上昇し、その後若干低下したものの、40年代に比べてかなり個人部門に有利化した状態が続いている。このように所得分配率の上昇にもかかわらず、家計の名目可処分所得の伸びは近年徐々に低下しているが、これは名目成長率の低下を反映したものである。従って可処分所得の増勢鈍化が個人貯蓄伸び悩みのひとつの背景となっているが、これも安定成長への移行に伴い、必然的に生じた姿であるといえよう。

次に個人貯蓄率の動きをみると、48～49年の物価急騰期には大幅質上げから名目所得の伸びが高まった一方、景気の冷込みや物価高騰による実質ベースの金融資産残高の減価等を背景として消費マインドが慎重化し、消費支出が伸び悩んだことから、貯蓄率は急上昇を示し、49年には23.7%に達した(44～47年平均17.9%)。その後53年前半にかけてはさすがに若干低下したが、雇用情勢の悪化が続いたことに加えて実質金融資産残高の回復意欲も強く、消費マインドの改善テンポははかばかしくなかったことから、個人貯蓄率は47年以前の水準を依然かなり上回った状態が続いた。しか

〔第3図〕

個人貯蓄の供給とその変動



(注1) GNP統計による(55年1～9月の国民所得は名目GNPの伸びより試算、家計可処分所得は日本銀行調査局試算)。

(注2) 「貯蓄に関する世論調査」による。この場合の「貯蓄」は金融資産を示す。

(注3) 「貯蓄動向調査」による。実質金融資産残高は消費者物価指数(50年基準)でデフレートした値。

し、53年央以降は、消費者物価の沈静や雇用情勢を含めた景気全般の回復、実質ベース金融資産残高水準の上昇等から消費マインドはしだいに改善し、これを映じて個人貯蓄率はかなり低下しはじめ、54年には18.3%とほぼ47年当時の水準にまで戻った。その後55年には冷夏の影響で消費支出が伸び悩んだ結果貯蓄率も小幅上昇するなど、一時的なフレはみられるものの、ならしてみれば上下いずれの方向にも大きな変動は生じておらず、比較的安定した水準で推移している。

もとより、貯蓄率は所得、物価、雇用等の動きに強く影響を被るわけで、今後とも経済情勢全般とともにある程度変動していくことは当然予想される。ただ、上記のような近年の推移にかんがみ

れば、貯蓄率も第1次石油危機後のかなり異常なレベルからは脱却し、今後はいわば安定成長に適合した正常な貯蓄率とでもいふべきレベルにおける変動が予想される。この点を端的に示唆する指標として、ここでは前回石油危機後における金融資産残高の回復状況のみをみてみよう。

まず、「貯蓄動向調査」および「消費者物価指数」をもとに実質ベースの金融資産残高を試算してみると(第3図右側)、50年代に入り年率+6.3%の増加と第1次石油危機発生以前の時期(年率+10%)との比較では低下しているものの、実質経済成長率をやや上回るテンポで増加を続けており、その水準も52年ごろには48年当時のピークを上回っている。これを名目ベース残高でみても、年

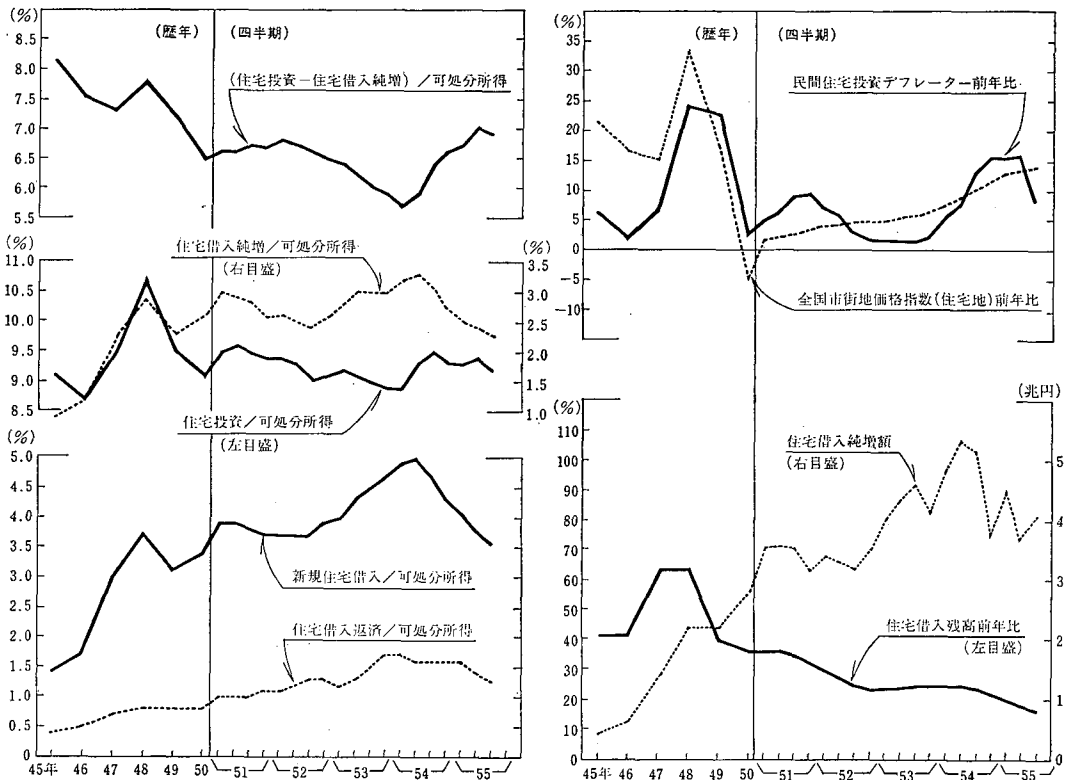
間収入との対比では53年ごろには40年代後半の水準に回復しており、また貯蓄増強中央委員会「貯蓄に関する世論調査」における貯蓄目標額と貯蓄保有額との比率についても、49年に急上昇した(物価上昇に伴い貯蓄の目標額も急増したため)あとはだいに低下し、53年以降は40年代の水準を下回っているなど、貯蓄目標額と保有額との乖離はかなり縮小している。こうした統計から判断すれば、第1次石油危機前後に大幅に減価した実質ベースの金融資産残高は53年にかけての貯蓄意欲の高まりのなかで一応の水準にまで復元されており、これが53年央以降、貯蓄率を第1次石油危機以前の水準にまで低下させてきたひとつの有力な要因であるといえよう。

なお、53年末以降の原油値上げの影響を受けて、消費者物価上昇率は55年に入り高まったが、第1次石油危機当時に比べれば上昇幅も小さく、実質ベースの金融資産残高の減価も相対的に軽度なものとどまるとみられる(実質ベース金融資産残高前年比、49年末 $\Delta 5.2\%$ <消費者物価年平均 $+24.3\%$ >、55年9月末 $+3.3\%$ <同55年平均 $+8.0\%$ >)。

以上のようにみれば、最近における個人貯蓄の伸び悩みは、安定成長が定着(特にここ1、2年についていえば、GNPデフレーターの落ち着きに伴い名目成長率が低下)するなかで、個人貯蓄率がいわばノーマルな水準にまで低下したために生じたものと考えられる。従って、今後仮に所得分

〔第4図〕

個人部門住宅関連指標



- (注) 1. (住宅投資-住宅借入純増)/可処分所得=住宅投資/可処分所得-新規住宅借入/可処分所得+住宅借入返済/可処分所得。
- 2. 住宅投資、同デフレーター、可処分所得はGNP統計による(55/4~6月以降の可処分所得は日本銀行調査局試算)。
- 3. 住宅借入は全国銀行(信託勘定を含む)、相互銀行、住宅金融公庫の住宅資金貸出の合計(住宅借入純増額の四半期計数は年率換算)。
- 4. 住宅投資デフレーター、全国市街地価格指数、住宅借入純増額を除き四半期計数は3期加重移動平均値(ウェイト1:2:1)。

配率に大きな変化がなく、また、個人貯蓄率も景気動向等を映じた消費マインドのフレによる影響を伴いながらも、おおむね横ばい圏内で推移するならば、個人貯蓄も名目経済成長率にほぼ見合ったテンポで増加するととどまることになろう。

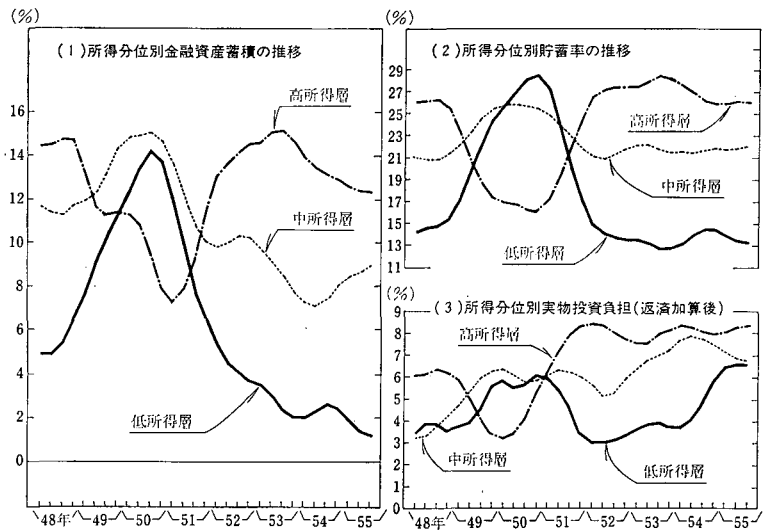
(住宅投資負担の動向)

次に、個人部門の金融資産運用の変動をもたらすいまひとつの要因である投資負担について、このうちウエイトの大きい住宅投資負担を中心にみてみよう(第4図)。金融資産運用額の増減要因という意味での住宅投資負担は、住宅投資(GNPベース、土地を除く)から住宅関係借入の純増額を控除して得られるが、これを可処分所得との対比(「住宅投資負担比率」)で見ると、住宅投資が盛行した48年ごろをピークにして、その後は住宅投資の伸び悩みを映じて全体として緩やかな低下傾向をたどっていた。しかしながら、54年央以降は住宅着工戸数等実質ベースの住宅投資は減少した(53年155万戸→54年149万戸→55年127万戸)ものの、資材価格等住宅取得価格の上昇から名目ベースの住宅投資は依然高水準を続けている一方、住宅借入純増額は54年央以降急速に減少した結果、両者の差額として算出される住宅投資負担(比率)は

かなりの上昇を示しており、こうした住宅投資負担の増すも個人部門の金融資産蓄積を抑制している背景となっている。

住宅投資負担増大の主因である住宅借入純増額の動向についてこれを新規住宅借入と借入返済とに分けてみると、新規借入は52年央から54年央ごろまで増勢をたどったあと、その後はかなり急速に減少傾向をたどっている。ただ、それでも新規借入の水準自体はかなり高めのため、住宅借入金の残高はさほど伸びが低下せず、これを背景に借入返済は54年にかけて緩やかな上昇傾向をたどったあと、55年入り後も比較的高水準にある。こうした返済負担高水準持続といったことが金融資

〔第5図〕
所得分位別金融資産蓄積の推移(勤労者世帯、対可処分所得比率)



(注) 1. 金融資産蓄積＝可処分所得－消費支出－(実物投資＋負債返済)、いずれも家計調査ベース貯蓄
 (ただし上図には「保険」、「繰越金」、「その他」を含まない)。
 2. 季節調整済み、過去1年間の累積額により算出。

(注4) なお、「家計調査報告」をもとに、勤労者世帯の所得分位別に金融資産運用の動き(対可処分所得比率)を見ると(第5図)、従来から金融資産運用比率の低い低所得層では昭和50年にかけていったん急上昇したあとはほぼ一貫して低下傾向をたどっている。また、高所得層においても53年央ごろにいったん48年前半の水準にまで上昇したが、その後は緩やかに低下している。こうした金融資産蓄積率の低下の背景をみると、貯蓄率は各層とも総じてみれば第1次石油危機以前の水準に戻ったかたちであるのに対し、住宅投資負担は50年代に入り各所得層ともに大幅に上昇しており、これが勤労者世帯の金融資産蓄積率の伸び悩みをもたらしている大きな要因であるといえよう。特に住宅価格が高騰するなかで、最近における住宅取得層の若年層、低所得層への拡がりを映じて54年以降は低所得層における住宅投資負担率の大幅な上昇が目立っている。

産の増加を困難にしているひとつの要因であるといえよう(注4)。

(マネーフロー構造の変化)

以上のような個人部門の金融資産蓄積の伸び悩みを映じて、マネーフローの面でも注目すべき変化が生じている。部門別資金過不足の推移を振り返ってみると(第6図、対名目GNP比率で図示)、昭和40年代の高度経済成長の時期においては貯蓄率がほぼ安定的に推移した一方、可処分所得が高い伸びを続けたことを主因に個人部門は大幅な資金余剰となり、こうした資金余剰は投資活動の堅調を背景とした法人企業部門の大幅な資金不足によって吸収されるといったマネーフロー構造が成立していた(この間公共部門は小幅の資金不足)。これが石油危機後の50年代に入ると、可処分所得の伸びは鈍化したものの、すでに述べたように個人貯蓄率が40年代に比べて大幅に上昇した結果、個人部門は40年代を上回る大幅な資金余剰となった。一方、法人企業部門では減量経営の徹底等を映じた企業投資の抑制から資金不足幅は急速に縮

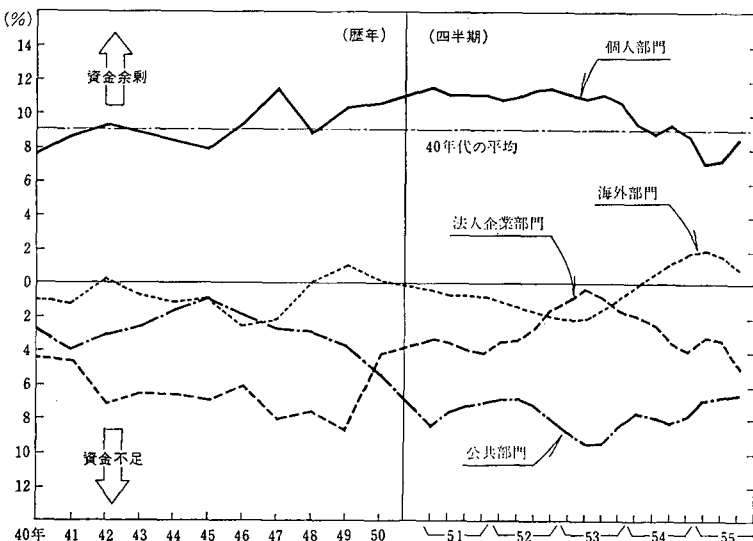
小し、これに代わって政府による景気刺激政策の展開に伴い、公共部門の資金不足が大幅に拡大するといった、いわば石油危機後の経済調整過程に対応したかたちのマネーフロー構造が続いた。

ところが、53年央以降になると、個人部門では貯蓄率がかなり低下した結果、対名目GNP比率でみた資金余剰幅は縮小傾向をたどり、55年には40年代平均の水準を下回る状況となっている。また、法人企業部門においても、設備投資の回復から資金不足幅は拡大に向っており、一方公共部門の資金不足幅は税収の増大や公共投資の抑制等を映じて緩慢ながら縮小をたどってきた。これを全体としてみれば、54年以降のマネーフロー構造は、石油危機直後のやや異常なアンバランス状態(個人部門の大幅資金余剰、法人企業部門の僅少な資金不足、公共部門の巨額の資金不足)を徐々に修正しつつあるということが出来よう。

こうしたマネーフローの先行きをごく大把握に展望すると、個人部門については、すでにみたように個人貯蓄率が大幅として安定的に推移すると

〔第6図〕

部門別の資金過不足(対名目GNP比率)



(注) 1. 資金循環勘定、GNP統計により作成。

2. 四半期計数は季節調整済み、3期加重移動平均値(ウェイト1:2:1)。

みれば、資金余剰幅はさほど拡大しない公算が大きい。一方、法人企業部門は、短期的には在庫投資変動の影響を被ろうが(目先在庫調整が進展すれば資金不足が縮小する可能性)、設備投資の堅調持続を前提とすれば、基本的には資金不足幅は拡大傾向をたどるとみられる。このように個人部門の資金余剰幅が以前に比べて相対的に小さくなっているだけに、法人企業部門において40年代ほどではないにせよ資金不足幅が拡大していく場合には、比較的短期間

のうちに公共部門との間で資金需要についての競合関係が強まる懸念が大きい。従って、財政による民間資金需要のクラウディング・アウトといった事態を回避するためには、公共部門の資金不足の縮小、すなわち国債発行の減額を推進していくことが一層差し迫った課題である。その点、56年度一般会計予算(政府案)で国債発行額が2兆円減額されたことは高く評価されるが、今後も税収の動向等を勘案しつつ、可能な限り発行減額に努めることが肝要と思われる。

2. 金融資産選択の特色

(金融資産選択の推移と特色)

以上のように個人部門の金融資産運用が54年以降頭打ち状態を続けるなかで、金融資産選択の内容においても幾つかの特徴的な動きがみられる(第1表)。まず第1に、個人の保有する金融資産を、流動性が高い反面利回りの点では無利子もしくはそれに近い現金・要求払預金と、流動性は劣るが利回りは高いその他貯蓄性資産^(注5)(第1表では便宜上「有利子資産」と呼称)とに大別して

(第1表)

個人部門の金融資産選択の推移

(1) 残高前年比伸び率

(単位・%)

	40~45年末 年率平均	45~50年末 年率平均	50~55年 9月末 年率平均	51年末	52年末	53年末	54年末	55年9月末
	現金・要求払預金	17.7	18.0	5.8	12.7	8.1	13.7	6.7
その他有利子資産	19.8	21.3	16.0	19.4	17.5	15.5	14.4	13.7
民間定期性預金	18.5	20.3	13.5	15.5	14.1	13.1	13.9	12.3
郵便貯金	23.3	25.9	20.6	24.8	24.4	20.0	16.4	18.0
信託	22.6	21.0	15.3	21.1	16.9	13.5	12.7	11.0
債券	28.1	23.5	19.8	30.7	20.7	18.5	13.4	13.5
(国債)	(39.5)	(20.2)	(65.5)	(77.0)	(123.4)	(66.9)	(34.6)	(33.9)
(金融債)	(26.5)	(23.3)	(13.1)	(32.8)	(10.8)	(8.1)	(7.1)	(4.4)
投信	2.7	19.4	12.7	16.5	23.6	16.8	7.4	△ 1.3
保険	20.1	18.8	16.2	18.1	16.3	15.5	15.8	15.7

(注) 「資金循環勘定」より作成。

(2) 残高構成比

(単位・%)

	40年末	45年末	50年末	51年末	52年末	53年末	54年末	55年 9月末	45~ 40年末	50~ 45年末	55年9 月末~ 50年末	
	現金・要求払預金	22.1	20.6	18.4	17.6	16.4	16.2	15.3	13.2	△ 1.5	△ 2.2	△ 5.2
その他有利子資産	77.9	79.4	81.6	82.4	83.6	83.8	84.7	86.8	1.5	2.2	5.2	
有利子 資産 内 に お け る 比	民間定期性預金	51.3	48.7	46.9	45.3	44.0	43.1	42.9	42.2	△ 2.6	△ 1.8	△ 4.7
	郵便貯金	12.8	14.8	17.8	18.6	19.7	20.5	20.8	21.4	2.0	3.0	3.6
	信託	7.1	7.9	7.9	8.0	8.0	7.8	7.7	7.6	0.8	0	△ 0.3
	債券	5.8	8.2	8.9	9.8	10.1	10.4	10.3	10.4	2.4	0.7	1.5
	(国債)	(0.3)	(0.7)	(0.7)	(1.1)	(2.0)	(2.9)	(3.4)	(3.8)	(0.4)	(0)	(3.1)
	(金融債)	(3.6)	(4.7)	(5.1)	(5.6)	(5.3)	(5.0)	(4.7)	(4.5)	(1.1)	(0.4)	(△0.6)
	投信	5.2	2.4	2.3	2.2	2.3	2.3	2.2	2.0	△ 2.8	△ 0.1	△ 0.3
保険	17.8	18.0	16.2	16.1	15.9	15.9	16.1	16.4	0.2	△ 1.8	0.2	

(注) 1. 「資金循環勘定」より作成。

2. 55年9月末の構成比は季節調整済み残高による。

(注5) 郵便貯金のうち通常貯金も含む。

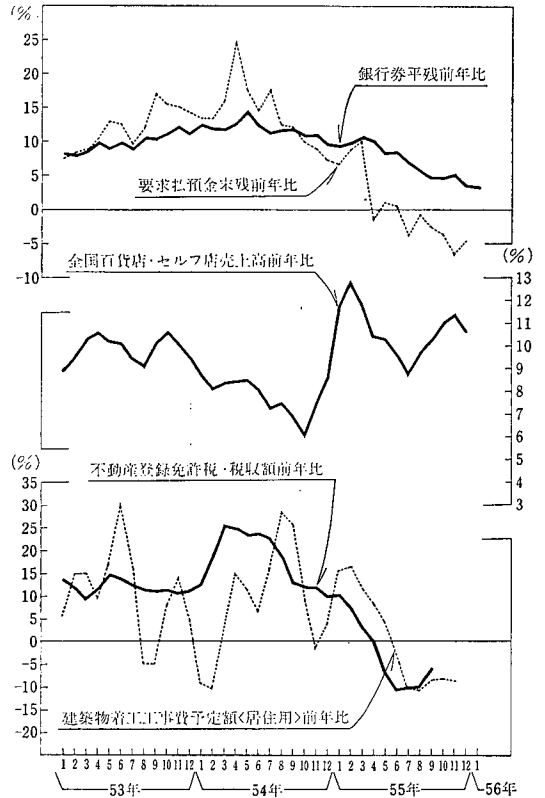
みると、まず、50年代に入り現金・要求払預金の伸びは著しく鈍化、その全体に占めるウェイトも急速に低下していることが目立つ。特に54年以降の落込みは大きく、55年9月末時点の残高は前年水準を下回るに至っている。第2に、現金・要求払預金以外の貯蓄性資産(注6)のなかでは、郵便貯金が終始全体の増勢を上回る高い伸びを続けているのが目立ち、そのシェアも民間の定期性預金のシェア低下にほぼ見合って上昇している。特に55年には他の金融資産残高が伸び悩むなかで逆に伸びを高めるなど際立った増加を示している。第3に、50年度以降の国債発行の急増を背景に個人の国債保有残高も高い伸びを続け、貯蓄性資産全体の残高に占めるウェイトが急速に上昇している点も注目される。以下、これらの点を中心に、その背景と問題点等を探ってみよう。

(現金・要求払預金の伸びは大幅鈍化)

まず、無利子もしくは低利回りの流動性資産である現金・要求払預金の動きをみると、50年代とくに54年以降は伸びが大幅に鈍化し(55/9月末には前年水準を下回った)、金融資産全体に占めるウェイトも大きく低下している。これを銀行券(その大半が個人保有とみられる)、「資金循環勘定」ベースの現金には、そのほか補助貨も含まれる)と要求払預金とに大別してその推移をみると(第7図)、残高の伸び率は両者ともに54年春ごろをピークにほぼ一貫して低下傾向をたどっており、とくに55年4月以降は要求払預金の大幅な落込み(7月以降は前年水準割れ)が目立っている。

銀行券の伸びの低下については、個人消費の伸び悩み基調が続いていることや土地・住宅取引の沈静が基本的な背景とみられるが、これに加えて給与の自動振込み制度や財形貯蓄制度の普及、ガス、水道等各種料金の口座振替の利用率上昇といった制度面からの銀行券節約効果(注7)も響いている。また、従来銀行券の保有は金利の変動にあま

〔第7図〕 銀行券および同関連指標の推移



- (注) 1. 全国百貨店・セルフ店売上高前年比、不動産登録免許税収額前年比、建築物着工工事費予定額(居住用)前年比は3期加重移動平均。
- 2. 個人要求払預金はマネーサプライベースで、資金循環勘定ベースに比べ対象範囲がやや狭い。

(注6) 保険については、払込み金が必ずしも返済される訳ではないなど他の貯蓄性金融資産とは性格を異にする点も多いが、将来の不測の事態に備えるための手段として、個人のサイドからみた場合にはやはり資産としての価値は大きいとみてこれを含めた。なお、保険の残高ウェイトは50年代に入り安定的に推移しており、また、これを可処分所得との対比でみてもほぼ安定した動きを示している。一方、第1表では株式を除外したが、これは「資金循環勘定」における時価表示の残高には株式取得後の株価変動の影響も含まれ、個人の株式売買実績を必ずしも正確に反映しているとは言い難いためである。

(注7) 財形貯蓄契約残高(全国銀行+相互銀行)は、50年3月末の0.2兆円から55年9月末には2.8兆円へと約11倍にも増加している。また、給与の自動振込み制度もしだいに普及してきており、54年ごろよりボーナス支給月の6、7月や12月に銀行券の伸びが大幅に鈍化する傾向が生じていることは、こうした制度面の変化もかなり響いていることを示唆している。

り感応的でないといわれていたが、最近では例えば預貯金金利の低下が予想される時には手持の銀行券を減らし預金等へシフトするといった動きもある程度認められる。

一方、要求払預金の落込みについては、景気全体がスローダウンしたなかで個人企業の取引停滞が強まっているとみられることに加えて、高利回りの金融資産へシフトする動きが強まったことがかなり響いている模様である。第8図は、54～55年にかけての金利上昇局面における個人保有の要求払預金と定期性預貯金の動き(前月比増減額)を前回の金利上昇局面(48～49年)との対比でみたものであるが、今回の場合、金利引上げ直前の月には定期性預貯金の増加テンポが大幅に鈍化する一方、要求払預金が急増し、その後金利改訂直後の月には逆に定期性預貯金が大幅に増加する反面、要求払預金は純減となり、その後も減少基調が続いている(55年12月初の利下げ直前にも定期性預貯金が急増した一方、要求払預金は大幅に減少)。こうした要求払預金と定期性預貯金との対応関係は、48～49年当時はさほど明瞭には認められなかった。こうしたことから判断すると、最近の現金・要求払預金の圧縮は、支出・取引活動鈍化の影響のほか、金利選好の高まりによるところがかなり大きいように思われる(注8)。

個人の金利に対する感覚が敏感になったことは、貯蓄増強中央委員会の「貯蓄に関する世論調査」でも明らかである(第9図)。すなわち、貯蓄

を増やす場合の選択基準として「収益性」を最も重視すると回答した世帯の割合は、特に昭和50年代に大幅な増加を示しており、この間における「流動性」を重視する世帯割合の減少傾向とは対照的な動きとなっている。

このように個人の利回り重視姿勢が強まっている背景としては、まず個人サイドの事情として、これまでの金融資産蓄積が進んだ結果、それだけ利子収入も増加し(利子収入<GNPベース>の対可処分所得比率は金利変動等の影響も大きく必ずしも明瞭な傾向はないが、例えば45～47年度当時の平均6.8%から54年度は7.6%へと上昇)、高利回りの金融資産への運用を図るメリットもそれだけ大きく感じるようになってきた一方、すでに述べたように経済成長率の低下を映じた可処分所得の伸び率鈍化を背景に、金融資金の増加テンポも鈍らざるを得ない環境の下では、家計にとって少しでも高利回りを指向するインセンティブが強まっているのではないかと推量される。また、金融面の事情としては前回の金融引締め期(48～49年)から、金融の繁閑に応じた金利の変動幅が著しく拡大し、ピーク時にはかなり高い水準をつけるようになったことも、個人の利回り重視姿勢を強めるうえで重要な役割を演じたと思われる。ちなみに個人の金融資産全体に占める現金・要求払預金のシェア(増減額ベース)と金利との関係をもても(第10図)、預貯金金利の変動がほとんどなかった47年ごろまでは、そのシェアはおおむね20%

(注8) 個人の現金・要求払預金保有残高(前期比伸び率)について個人の消費、総投資、1年定期預金金利を説明変数とした回帰式を作成してみると、54年以降は以前に比べて金利変動の影響が強まっているといった結果が得られる。

$$\begin{aligned} \text{現金・要求払預金残高伸び率} &= 0.654 \times \text{家計消費支出} + 0.155 \times \text{家計投資支出} \\ (\text{季節調整済み前期比}) &\quad <3.521> \quad (\text{季節調整済み前期比}) &\quad <2.199> \quad (\text{季節調整済み前期比}) \end{aligned}$$

$$-0.754 \times \text{1年定期預金金利} - 0.989 \times \text{1年定期預金金利} + 5.157 \\ <-4.672> \quad (\text{昭和48～53年}) <-6.022> \quad (\text{昭和54～55年}) <5.089>$$

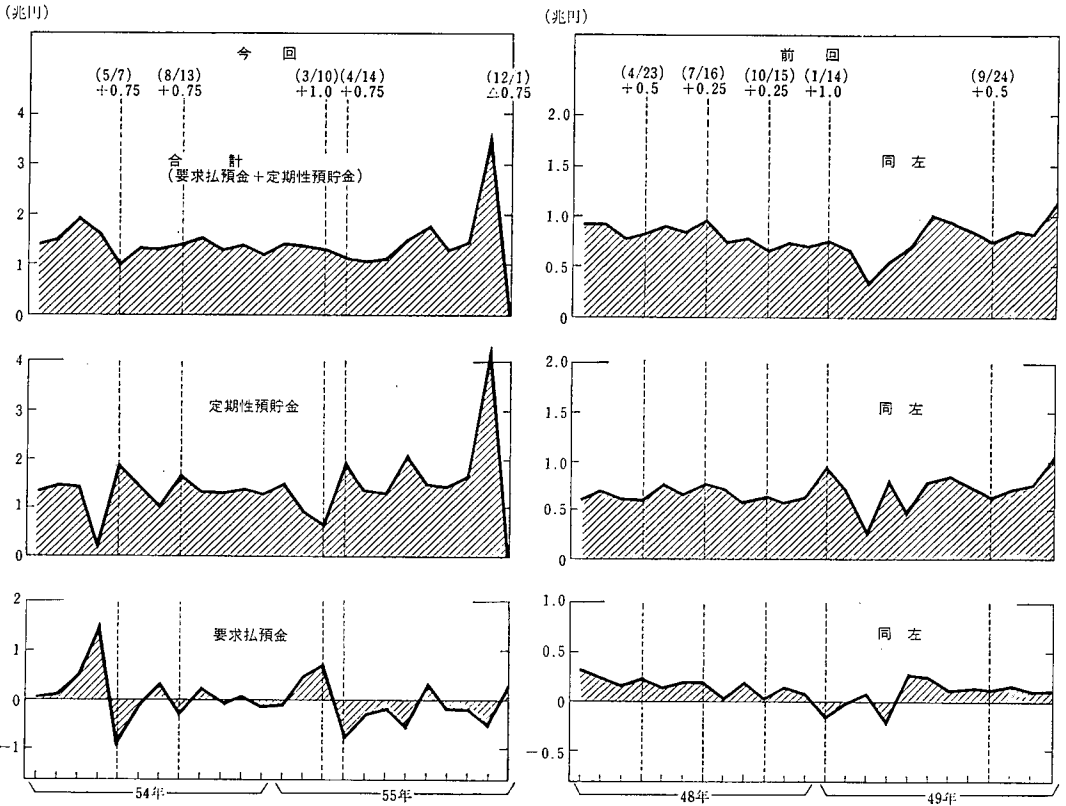
$$R^2=0.736 \quad D.W.=1.039 \quad \text{計測期間：昭和48年1-3月～55年7-9月}$$

<>内はt値

(現金・要求払預金残高はマネーフローベース、家計消費支出、家計投資支出はGNPベース)

〔第8図〕

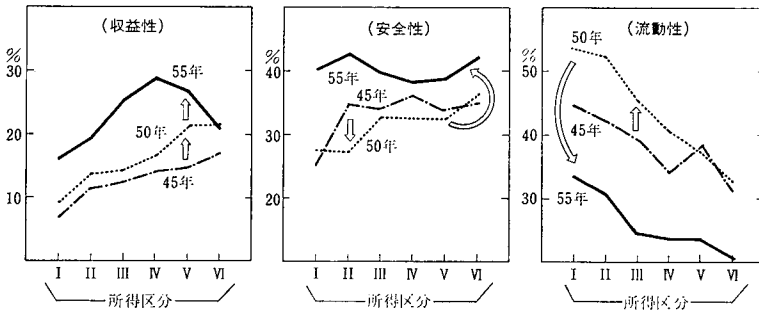
金利上昇局面における預金シフトの状況(要求払預金と定期性預貯金の前月比増減額比較)



(注) 1. 要求払預金はマネーサプライベース、定期性預貯金は個人準通貨(マネーサプライベース)と定期郵便貯金(6月以降は日本銀行調査局推計)の合計。季節調整済み。
 2. 破線は金利改訂実施月、破線上部は1年定期預金金利改訂幅、改訂月日(カッコ内)を示す。

〔第9図〕

貯蓄をふやす場合の選択基準



(注) 1. 「貯蓄に関する世論調査」より作成。
 2. 回答世帯のうち、当該項目を選択した世帯の割合(1項目選択方式)。
 3. 収益性は「利回りがよく得だから」を選択した世帯の割合。
 4. 所得区分は次のとおり。

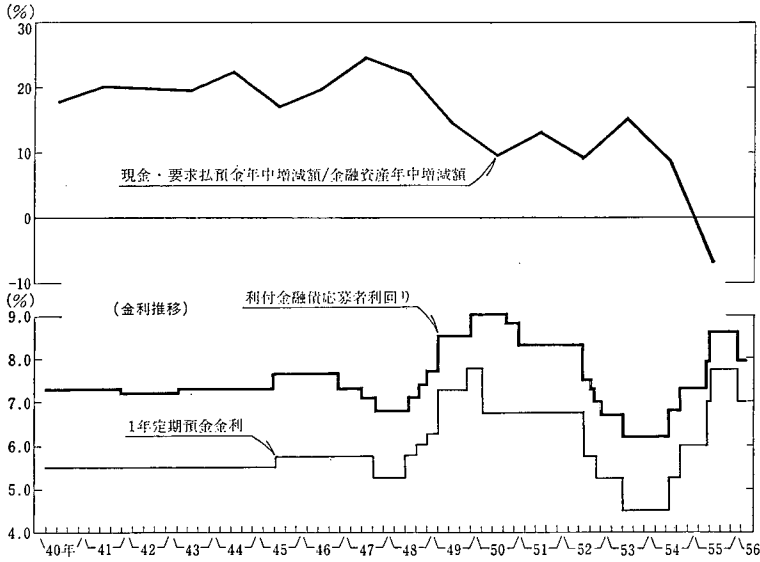
45年	I … 40万円未満	50年	I … 160万円未満	55年	I … 200万円未満
	II … 40～60万円未満		II … 160～200万円未満		II … 200～300万円未満
	III … 60～90 "		III … 200～250 "		III … 300～400 "
	IV … 90～120 "		IV … 250～300 "		IV … 400～500 "
	V … 120～160 "		V … 300～500 "		V … 500～700 "
	VI … 160万円以上		VI … 500万円以上		VI … 700万円以上

前後で安定的に推移してきたが、48年から50年初の金利上昇局面を通じて10%程度にまで低下し、その後金利が最低水準となった53年にはやや上昇したものの、54年以降の金利上昇局面においては再び大きく低下するなど、金利水準が大幅に変動するようになってから、現金・要求払預金の全体に占めるシェアの変動もまた大きくなっているのが目立っている。

こうした個人の利回り重視

〔第10図〕

個人金融資産年中増加額に占める現金・要求払預金のシェア



(注) 1. 「資金循環勘定」により作成。
 2. 55年の増減額シェアは1～9月中(季節調整済み)。

(郵便貯金増加の背景と影響)

個人の金融資産選択における第2の特徴は、郵便貯金の大幅な増加である。長期的にみると、郵便貯金の伸びは一貫して有利子資産全体の伸びを上回って推移し、有利子資産全体に占めるシェアは45年末の15%弱から10年後の55年9月末には21%強へと大幅に上昇している(前掲第1表)。また、ここ2～3年についてみると、53～54年には増勢が鈍化した民間定期性預金の伸びを引続き上回り、55年には再び急増し、民間定期性預金との格差を拡大した。この

姿勢の強まりは、市場における金利が預貯金金利等の規制金利の水準と大きく乖離して変動する場合には、より高利回りの資産を求めて現金および預貯金が大幅に減少しかねないなど資金の大幅な移動をひきおこす算も大きいことを意味している。今後は金融機関側においても預入者の需要に応じた新しい商品開発を迫られると予想され、またいわゆる規制金利についても、情勢に応じて一層弾力化する方向で取組まざるをえない条件が生じてきている。

結果、個人定期性預貯金全体(民間定期性預金+郵便貯金)に占める郵便貯金のウエイトは一貫して上昇を続け、昭和40年末の5分の1から55年9月末には3分の1を上回るに至った(第11図)。また、郵便貯金の利用者を「貯蓄に関する世論調査」によって所得階層別にみると、銀行預金の場合と同様、各階層に平均的に分散しており(注9)、郵便貯金の利用が特定の所得階層のみに集中しているようにはうかがわれない。

55年央以降、金融資産全体の伸びが低下するな

(注9)

所得階層別預貯金利用状況

(単位・%)

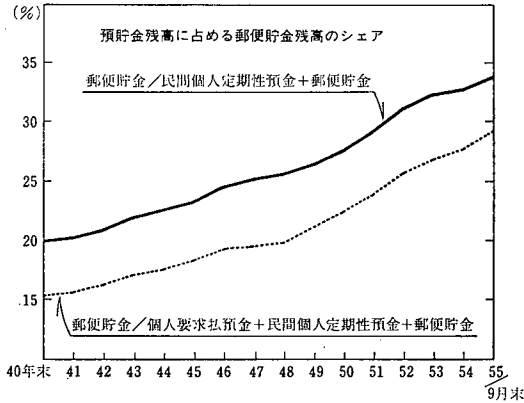
	年間所得 200 万円未満	同 200～300 万円未満	同 300～400 万円未満	同 400～500 万円未満	同 500～700 万円未満	同 700 万円以上	全所得 階層 平均
郵便局	59.3	57.6	63.3	62.7	65.6	63.7	61.7
銀行	65.2	72.0	73.9	79.7	84.1	86.1	74.9
相互銀行	11.2	14.6	14.9	18.3	23.1	22.7	16.1
信用金庫	18.8	23.8	27.1	29.8	29.8	38.0	26.6

(注) 1. 「貯蓄に関する世論調査」(55年調査)による。
 2. 各所得階層において当該機関に預貯金口座を保有する者の割合。

かで、上述のように各所得階層によって広く利用されながら郵便貯金が逆に伸びを高めたのは、金利のピーク時(ないし低下初期の局面)において郵便貯金残高の大宗(55/5月末86%)を占める定額郵便貯金の持つ総合的な商品性の強み(長期・固定金利のメリット、流動性、税制など)が発揮されたことによるものと思われる。

〔第11図〕

郵便貯金と民間預金の比較



- (注) 1. 「資金循環勘定」により作成。
- 2. 55年9月末は季節調整後のシェア。

いずれにしても、このように郵便貯金が長期にわたって大幅な増加をつづけ、個人部門の貯蓄の

なかでのウェイトが高まってくると、資金の流れに大きな影響が生じ国民経済的にみた資金配分のあり方や金融政策の運営などの面に種々の問題を提起するに至っている。

たとえば、昨年のように、短期間に郵便貯金が急増するような場合、競争性の強い民間金融機関の個人預金の伸び悩みをもたらし、金融市場の繁閑にも少なからぬ影響を及ぼすことになる。例えば55年7～9月には郵便貯金へのシフトの動きの強まりから財政資金は大幅な揚げ超となり、金融市場は既往最高の資金不足(3.7兆円、前年1.3兆円)となった。その裏腹として民間金融機関では預金の伸び悩み(第2表)から資金ポジションが悪化し、8月の公定歩合引下げ後も市場金利は下げ渋る一因となった。12月になって海外金利の天井感店頭などから市場金利は低下に向ったが、このように郵便貯金の急増が一時的にせよ金融市場にかなりの影響を与える結果となったわけである。

また、金利面の問題としては、利下げ局面において郵便貯金の利下げが民間金融機関に比べて遅れたことがあり、この時は民間預金からの資金シフトが見受けられた(例えば、郵便貯金の利下げ実

(第2表)

業態別個人預金等の増加状況(増加額前年比)

(単位:%)

	54年	55年	55/1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
全国銀行	△ 1.1	△ 18.6	△ 37.5	△ 32.6	△ 37.4	6.4
うち 都市銀行	△ 1.2	△ 17.5	△ 38.6	△ 38.8	△ 27.9	5.4
地方銀行	△ 2.2	△ 18.1	△ 31.1	△ 26.4	△ 42.7	8.1
相互銀行	△ 5.4	△ 21.4	△ 88.7	△ 24.7	△ 35.6	8.0
信用金庫	6.3	△ 14.0	△ 36.7	△ 22.9	△ 25.4	4.0
農協貯金	10.1	△ 4.1	5,867億円減 <前年 4,936 〃 >	△ 11.1	△ 26.7	11.3
国債・金融債 <個人消化分>	△ 34.6	52.5	△ 71.4	3.4倍	46.7	2.5倍
郵便貯金	△ 1.4	32.7	△ 18.6	12.6	101.4	33.9

- (注) 1. 国債・金融債は「資金循環勘定」による。
- 2. 55年7～9月以降の郵便貯金は日本銀行調査局推計。

施が民間よりも15日遅れた47年7月および52年5月には、定期性預貯金増加額に占める郵便貯金のシェアが大幅に上昇した)。

金融政策を機動的に運営していくためには、金融市場の金利が資金の需給を適確に反映して変動するとともに、必要な場合には預貯金金利などの規制金利の変更が遅滞なく行われることが望ましい。

郵便貯金のウェイトがここまで上昇してきた実情を考えると、郵便貯金の金利も金融政策と調和を保って変更されることが必要であり、この際そうした考え方、慣行を確立することが肝要と思われる。

(個人の債券投資動向)

最後に、個人の債券保有状況をみると、有利子金融資産に占める債券残高の比率は、50年から53年までジリジリと上昇したあと、54～55年には横ばいとなっている。しかし、これは受益者負担になる公社・公団・公庫債の伸び悩み(例えば、加入者引受電債の残高は53年以降減少)によるところが大きい。本来の個人債券投資の主たる対象である国債、金融債、事業債の3銘柄に限ってみると、金融債が54年度中著しい売行き不振に陥り、シェアがかなり低下しているものの、国債がこれを補って余りある増加を示しているため、3銘柄全体としては有利子金融資産中のウェイトが着実に上昇しており、国債を中心とした債券選好の高まりが認められる。

そこで、国債個人消化の推移をみると、53年に2.1兆円と既往最高を記録したあと、54年には金利先高観の強まり、それに伴う市場利回りと応募者利回りの乖離などの影響で1.3兆円に減少した。しかし、55年春以降には、金利先安観の拡がり市場利回りの応募者利回りへの接近に伴い、個人消化は再び急増し、55年中では2.4兆円に達した。このように、国債個人消化も金融情勢に応じて大

きく増減し、特にその時々における金利の先行き予想や、流通利回りとの関係のみで発行条件設定の仕方などに強く影響されている。ただ、54年のように消化環境が悪化した際でも、個人保有国債残高の伸びは他の金融資産よりも相当高く、こうした国債シェアのすう勢的な上昇は、基本的には利回りの相対的な有利さによるものであろう。特に、最近の個人消化のうち、非課税制度(いわゆるマル優および特別マル優一國債の場合は大部分が後者)を利用した購入が約3分の2程度(53年7月から55年6月までの2年間の平均、55年6月末残高に占める非課税分のウェイトは2分の1弱)を占めており、マル優わく(300万円)を使い切ったような個人投資家にとっては、定期預金や金融債との期間の差を考慮しても、国債はかなり有利な投資物件であったと推察される。また、個人の既発債取引をみると、54年末ごろを境として、それまでの一貫した売却超から買入超(55年中買入超額6,538億円)に転じているのが注目される(第12図)が、これも当時6.1%国債の市場レートが9%台に乗せ、55年春先にかけて12%強にまで急騰したことが背景となっている。

こうした結果、国債市中発行額に対する個人消化の比率も近年ではかなり上昇している(注10)。また、国際的にみると、各国の実情に応じて政府資金調達の方法や貯蓄国債の有無、個人消化への取り組み方などが相当異なるので、単純に比較することはできないが、欧米諸国と比べる限りにおいてはわが国の個人消化もますますの水準に達しつつあるとみられる。

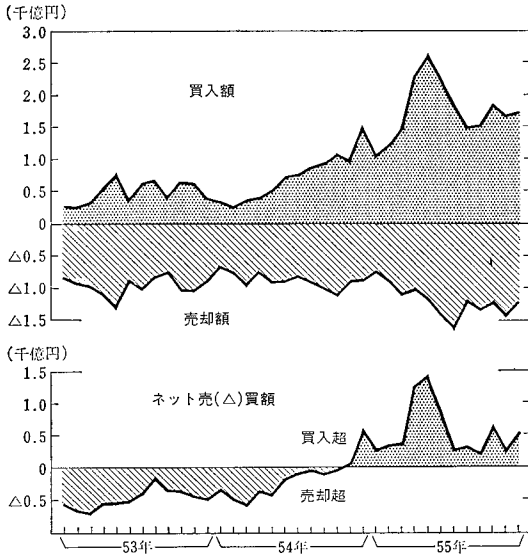
しかし、わが国における国債発行の実情にかんがみれば、現状程度の個人消化で十分とは必ずしもいい切れない。すなわち、国債市中発行の大宗は依然として金融機関引受によるものであり、当面はこうした発行方式に依拠せざるを得ないと思われるが、これは国債大量発行が続く限り、マネ

一サプライ増加圧力が常に潜在することを意味している。従って、その面からくるマネーサプライの増加圧力を緩和していくため、今後国債個人消化をさらに促進することが望ましいと思われる。そうした意味で国債の商品性を高めるには、10年

債中心の発行から、個人のニーズ(例えば定額郵便貯金の平均滞留期間は約5年)に合わせた期間の多様化を図るとか、毎月ごとの発行額のフレを極力ならしていく等の工夫も必要と思われる。しかし、もっとも基本的なことは、やはり市場実勢による発行条件の決定であろう。54~55年の経験によれば(第13図)、市場レートと応募者利回りの乖離と接近が個人消化の動向と密接に相関していることが明瞭によみとれる。一般に流通市場の利

〔第12図〕

既 発 債 売 買 状 況



(注) 主要証券会社23社ベース(無条件取引)。

市場売買額に占める個人のシェア

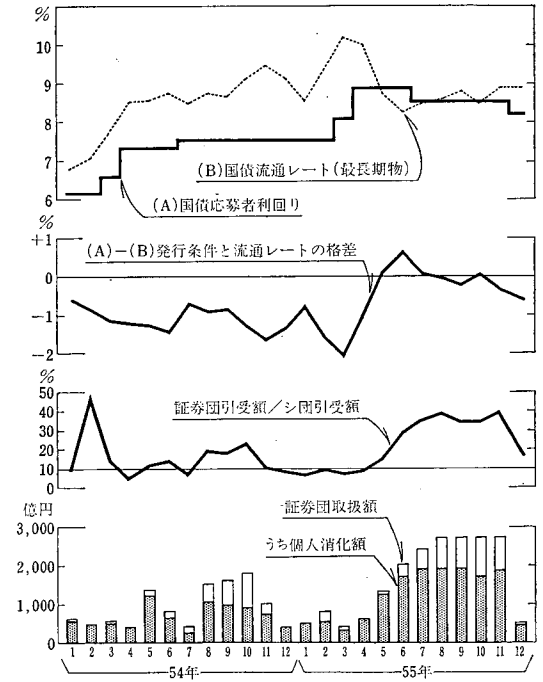
(単位・%)

	53/ 1~6月	7~12月	54/ 1~6月	7~12月	55/ 1~6月	7~12月
買入	1.1	1.5	1.2	2.5	3.7	3.7
売却	2.7	2.5	2.4	2.4	2.2	3.0
売買合計	1.9	2.0	1.8	2.5	2.9	3.4

(注) 主要証券会社23社ベース(無条件取引)。

〔第13図〕

長期国債の新発債発行条件と個人消化状況



(注10)

国 債 消 化 状 況

(単位・億円)

	発行総額	市中消化額(A)	うち証券会社(B)	(B)/(A)	うち個人分(C)	(C)/(A)
昭和50年度	53,627	45,100	3,057	(6.8%)	2,721	(6.0%)
51	73,180	62,914	10,548	(16.8)	9,629	(15.3)
52	96,963	86,913	23,543	(27.1)	19,764	(22.7)
53	107,921	104,918	26,736	(25.5)	16,176	(15.4)
54	136,355	109,555	18,041	(16.5)	11,521	(10.5)
55年 4~12月	97,179	77,119	29,854	(38.7)	18,463	(23.9)

回りには、その時点での金融情勢の予想等が一応織り込まれる以上、これをどれだけ発行条件に反映させるかが売行きを鍵を握ることは当然である

が、国債のような長期資産の場合、その点の影響は特に大きいと思われる。