

ゼロ金利政策下における金融資産選択行動の歪み（下）

澤田 貴之

目次

1. 「株式投資方法論」の台頭と非合理的個人
2. 証券投資に関する世論調査結果と新たな個人投資家層の拡大
3. 家計金融資産に生じた変化
4. 個人投資家の増加がもたらす証券市場への負の影響について
5. 新興国市場との相似性をどう捉えるか
6. 小括

「公開証券市場は現代的制度での経済的謎の一つである。証券市場は他の諸市場と同じように、ほんの近年になって集約的な経済的研究の焦点になったにすぎない。純粋な経済的分析の多くは、われわれの目下の問題にとっては適切なものではなく、その多くは明確な結論を可能とする点までに達していない。法律もまた同じように殆んど中心問題にふれていない」(Berle & Means [1932] 北島忠男訳 [1959] 367 ページ)。

1. 「株式投資方法論」の台頭と非合理的個人

国内企業の業績回復と毎決算期における主要企業の増収増益を受けて、2005年下半期の証券市場は活気に沸いた。この相場の活況は主として外国人機関投資家と個人投資家の売買によってもたらされたものであり、従来以上に今回の株式投資ブームが国内個人投資家層の拡大につながった、という側面は大きい。こうした拡大は従来大きな動きを示さなかった預貯金から他の金融資産への利害関係を持つ政府、銀行・証券会社や関連業界団体、エコノミスト、証券アナリスト、さらに経済学者たちを巻き込んで啓

蒙的なキャンペーンが蔓延するという社会現象にもつながってきた。

証券投資が法人部門・家計部門を問わず、また機関投資家・個人投資家を問わず、投機的性格を持っていることは否定できず、それゆえに異常な低金利下では一国内の短期間における個人投資家層の拡大は、企業業績の国内景気の回復局面においては新興国証券市場並みの過熱化をもたらし、他方では証券市場の量的拡大（取引高と時価総額の増大）につながるもの、もう一方では「国民」の金融資産をよりリスクなポジションにシフトさせることにつながる。

05年の証券ブームが外国人による買い越しに追随した個人投資家層の拡大であったために一表1参照、他方で国内機関投資家、とりわけバブル期の中心的な投資主体である生損保・銀行等の金融機関は株式での運用比率を低めてきたため、投資主体として外国人と並んで個人が突出した主体となった一、内外の環境変化に伴っていったん外国人による資金シフト（売り越し、または資金の国外流出）が続くと、旧来以上に個人投資家層の投資動向が市況そのものを左右しやすくなってしまふ。確かに今や個人

表1 投資主体別売買状況（3市場1, 2部, 委託分・差引）単位（億円）

投資主体 者区分	外国人	法人 金融機関			法人		個人	
		生損保	都長地銀	信託銀	事法	投信	信用	現金
03年	82,135	-11,071	-14,796	-43,243	-2,245	-1,416	8,675	-25,196
04年	76,522	-5,177	-10,222	-33,734	-1,751	4,637	11,056	-47,782
05年	103,129	-5,603	-6,675	-42,308	13,524	7,553	33,717	-73,673

出所）三菱UFJ証券, Equity Market Weekly各号（原データは東証・大証）より。

投資家も機関投資家並みに関連情報に接する機会が増え、あらゆる金融商品を選択できる自由を持っているように思われやすいが、実際にそうした自由は異常な低金利下では制約方向に作用するといつてよい。機関投資家による投資資金の調達コスト低下による有利さとは逆に、金融資産購買のコスト高（投信手数料・運用報酬等）、国内債券全般の利回りの異常な低さによって、個人の金融資産選択に「歪み」が生じやすくなるのである。

上述のような環境下では個人の加熱した投資行動を諫めるような警鐘も無力である。古典的ともなった投資方法論の中でベンジャミン・グレアム（代表的なものとしてGraham [1949]）が「投資家と投機家」は異なる（Graham [1949]）、と述べたような区分けは意味をなさなくなるであろう。なぜならば、ブーム期に株価が次第に割高になっていけば、長期保有のインセンティブも薄れ、個人は短期的な売買を繰り返すしかなくなるからである。その結果投資行動はさらに過熱化し、ブームが実態経済と乖離したバブルではなく、ファンダメンタルズ（特に企業業績が良好な場合）が良好であるという確実性がベースにあった場合、調整期においては将来の不確実性にもかかわらず個人は押し目買いを続けやすくなり、信用買い残が積み上がりやすくなって調整を長引かせ株価の上値を重くしてしまうことになろう。実際にこうした現象は05年の翌年上半期に起きている。いわば静かな暴落と言っても過言ではなく、個人投資

家は多大な損失を抱える結果となった。

本稿（上）で考察したように、ゼロ金利政策（または超低金利政策）と企業業績の回復期がクロスした状況下では、既に述べた理由から個人は債券より株式・投信を選好しやすくなり、金融資産の選好に「歪み」が発生することになる。むろんポートフォリオ理論が教えるように、個人投資家層は世界市場全体の動向と変化に関してリスクを可能な限り分散するように行動するかもしれないし、そうした需要に対応した金融商品（例えば資産分散型投信）も販売されるであろう。また米国債等の外債も購入可能であるが、日本の場合、既述したように個人が国内証券投資へ向かいやすい制度的な環境設定がそもそも存在していたため、成熟と拡大に向かう証券市場においては、「歪み」を伴う資産運用や投資は一過性のもの、発展へのプロセスに過ぎないものという解釈がむしろ主流になりやすい。なぜならばこうした解釈には資産運用と投資に関する情報が完全競争の下で共有され、その結果、適切かつ自動調節されるかのような証券価格付けを行える証券市場が存在していることが前提とされているからである。そして仮に証券市場が未成熟であった場合でも、そこには市場における取引者（各々人）はやがて「合理的な経済人」になるであろう、というような幻想のゴールが聳えている。

以上の前提については「投資方法論」の視点から近年米国で発達を遂げた「行動ファイナンス」の領域から個人投資家の心理面における「非

合理的行動」も明らかである。そうであるならば、個々人の投資心理には共通項が存在し、それらが「総体」(或いは群集心理に基づいた結果)として共通した取引行動を起こすことで市場のボラティリティを高めやすくするだけでなく、先に述べたように逆に株価全体の硬直化を招く可能性も高い。プロフェッショナルインベスター（運用会社、ヘッジファンドなど）は、ますます資金力、情報力、アルゴリズム取引、経験値に基づく投資判断力等の面で個人との非対称性を強くして、市場取引において高い優位性を有するようになってきている。非合理的な市場心理の下でもショート、ロング投資の組み合わせ等によって市場に揺さぶりをかけるヘッジファンドなどはより確実なリターンを市場から得やすくなっている。

株式の相互持合い、メインバンク、生損保、事業法人の脱安定株主化、及び市場での売買主体としての後退などに示されるように旧来の市場構造と特殊性が喪失されていく中で、問題は相対的、絶対的低金利下にある特定国（日本）において、一定条件下（ファンダメンタルズの良好、企業業績の回復基調など）で個人投資家・家計部門の証券市場への参加が増大していった場合、何が起きるのか、ということであろう。その一つの答えは国内における家計部門における金融資産選好の歪みであることを前稿にて提起してきた。これと並んで今一つ、提起できうる問題はこの特定低金利国と似たような事態が、国際的なリスクマネーの循環を通じて金融制度諸条件の差異が存在するにもかかわらず、新興国でも起きうるということである。

本稿（下）では上述した個人の金融資産選好の「歪み」に関して、前稿のような理論的・抽象的アプローチではなく、より実態に即した社会経済現象としてそれを批判的に捉えながら、国内ではゼロ金利政策下でもたらされた日本の個人投資家の参入増に伴う市場へのインパクト

と、国外では長期的な超低金利下で引き起こされた日本と新興国との相似性・連関性についての考察を行っていくことにする。世界の資本・金融市場の階層的、特殊機能的規定（世界的な高金利下での一国孤立的なゼロ・低金利政策と低コストの投資マネー供給源としての日本の位置付け）によって示される枠組みと、そうした枠組みの下で、国内で官民双方が志向しているような（金融）資産（＝株式）保有資本主義的な方向についても、本稿を通じて相対的合理性を持つような資産運用のための前提が欠落していることを強調していきたい。

2. 証券投資に関する世論調査結果と新たな個人投資家層の拡大

個人投資家の動向を把握する上では民間機関・企業による幾つかのアンケート調査が存在するが、ここでは過去最も知られた調査として内閣府が行ってきた「証券投資に関する世論調査」を利用することにしよう。ここで利用する「調査」は直近の2004年11月に発表されたものであり（全国20歳以上の者3000人、有効回収数2067人、調査期間同年10月7日－10月17日）、過去の調査（2002年対象者数は05年と同じ）との比較を織り交ぜながら、小泉政権下での衆院総選挙勝利を契機にした相場の上昇期以前の個人の証券投資への関心度の変化を一瞥することができる内容となっている。

02年8月に発表された調査（全国の成人3000人を対象、有効回収数2150人、調査期間5月12-22日）での「現在の証券投資の有無」について、株式や国債、社債、投信などの取引を「現在行っている」と回答した者は9.8%、「以前は行っていたが、現在は行っていない」と回答した者は8.8%であった。この時点で双方を合計すれば、18.6%であった。逆に「行った経験はない」との回答は78.7%で約8割に達

していた。こうした結果を基にして、日本人の預貯金に対する固執と株式・投信などのリスク型金融商品へのシフトの困難さが確認されるわけだが、この傾向は同様の04年「調査」において変化の兆しが見え始める。株式投資を「現在おこなっているし、今後とも続けたい」とした回答は10.7%、「現在行っているが、今後やめたい」3.3%、「現在行っていないが、今後行いたい」5.6%、そして「現在行っていないし、今後とも行う予定はない」という回答は68.8%だった。すなわち全く意思がない、経験がないという回答が約10%減となっている。ただ株式（投信、ミニ投資、従業員持株制度など）を保有しない者は76.9%と相変わらず高く、02年調査時の未経験8割という数字と照らし合わせて「投資行動」そのものについては大きな変化は見られない。しかしながら重要な点は上述したように、04年「調査」時に意識変化の兆しははっきりとあらわれていることである。

意識変化に注目するならば、問題は個人が株式投資をするか否かの判断基準であろう。02年調査では、株式投資を行うつもりはないと回答した者の上位3つの具体的な理由（以上複数回答）として(1)「株式投資に関する知識を持っていないから」33.3%、(2)「株価の下落により損失が発生するリスクがあるから」32.5%、(3)「株式投資を行うのに十分な資産や収入がないから」25.5%、が挙がっている。また逆に株式投資を行いたいと考える理由として上位3項目を列挙すれば、(1)「株価の上昇による値上がり益が期待できるから」49.4%、(2)「資産を預貯金以外にも幅広く運用したいから」34.3%、(3)「配当益が期待できるから」37.1%、となっている。その他にも4つの理由が20%前後の回答を占め、これらを加えて、02年と04年調査の間に「株式投資を行いたい」と「行う予定がない」（4つの理由）理由の回答率の推移を示したのが表1である。「行いたい」上位3つの理

由を中心にして、これらが各々の主要な動機となっていることに大きな変化はない。

しかしながら、「インターネットを通じた株式投資ができるようになったから」については最も大きく比率が上昇しており（約6%増）、この点は大いに注目されるべき点である。個人のネット口座の一貫した増加と社会現象化したデイトレード・ブームをよくあらわしているといえよう。また配当益を期待する回答もマイナスとなっており、個人によるネット取引による短期的取引の普及と関係していることを窺わせている。この点は株主優待制度の利用がマイナスになっているという点に関しても同様のことがいえよう。逆に「行う予定がない」という回答の推移を見ると、リスクを嫌う回答はむしろ高まっており、「株式投資を行うのに十分な資産や収入がないから」という理由は10%も増えている。このことは、これから株式投資を行う環境が整った場合（株価の堅調な推移、知識の獲得など）でさえも、実際に行える所得階層が限定されていることを示していると考えられる。

「株式投資に関する知識を持っていないから」という回答は3.4%減となっており、この理由はブームに伴う銀行・証券・諸媒体を通じた様々な啓発活動が奏功したのかむしろ減少気味である。既述したように単元株の引き下げ、分割に加えて、上述の二つの理由を重ね合わせてみれば、急速にネット口座が増加してきた原因も自ずと明らかになってくる。内閣府調査とは別に、さらに直近の個人投資家の動向を知る上で、もう一つの「調査」をここでは利用しておこう。それは06年2月9日に発表されたインターネットアンケート・サービス「gooリサーチ」（NTTレゾナント株式会社と三菱総研による共同提供）による「株式および株式投資信託に関する調査」結果（05年12月7日-12月11日実施）である。内閣府の場合、調査対象者が全て成人以上であったが、こちらの調査には10

表2 株式投資に関する内閣府世論調査

1) 株式投資を行いたいと考える理由（複数回答）

	2002年5月	2004年10月
株価の上昇による値上がり益が期待できるから	49.4%	50.6%
資産を預貯金以外にも幅広く運用したいから	34.3%	33.0%
配当益が期待できるから	37.1%	31.0%
インターネットを通じた株式投資ができるようになったから	19.6%	25.3%
株主優待制度を利用できるから	26.5%	23.2%
株式投資を通じて経済や企業の動きを勉強したいから	17.5%	18.8%
以前と比べ少額で投資ができるようになったから	18.4%	18.5%

2) 株式投資を行う予定がない理由（複数回答）

	2002年5月	2004年10月
株価の下落により損失が発生するリスクがあるから	32.5%	35.5%
株式投資を行うのに十分な資産や収入がないから	25.5%	35.5%
株式投資に関する知識を持っていないから	33.3%	29.9%
資産運用は預貯金で十分だから	14.6%	10.3%

出所) 内閣府政府広報室 [2004] 『株式投資に関する特別世論調査』の概要より。

注) 網掛け部分は引用者によるもの。

代が18.7%入っており、登録モニターがインターネットに比較的慣れている層であることなどの違いを考慮しなければならない。有効回答者数は2,153名で内閣府調査に近く、おおよその傾向を知る手掛かりにはなる。

以上の内閣府「調査」との相違を考慮してみても、「gooリサーチ」の調査結果は2005年9月から12月にかけての過熱した市場に対する個人の投資行動の一端を鮮明にあらわしたものとなっている。まず株式および投資信託への投資経験者は36.8%で、その内訳は一般株式（ミニ株、るいとうを含む）の投資経験者が30%、投信が18.2%、外国株式4%となっており、いずれも購入したことがない者は63.2%を占めている。つまり株式・投信への投資経験者は4割に満たないことになる。この点について同『調査結果』では「株式市場活況にもかかわらず株式投資の裾野が広がっているとはいいいがた

い」と結論づけているが、先の過去の内閣府『調査』からすれば、逆に4倍近く伸びており、同じ調査で時系列的に論じられないが、むしろ意外なほど高いと言っても過言ではなからう。

年齢別でみると「いずれも購入したことがない」層は19歳以下96.5%、20-29歳76%、30-39歳63.7%と若年層ほど未経験率が高く、40-49歳でも52%に達している。50-59歳で37.5%に低下し、この年齢層で逆転が起きている。そして60-69歳31.5%、70歳以上12.5%というように高齢者層ほど高い経験率を示すようになってくる。メディアが興味本位で部分的に報じているような若者層がデイトレーダーとなってマネーゲームに興じているような姿はむしろイメージとして一人歩きしたような格好であって、現状で投資を行っている者と経験者を重ね合わせれば、ここからは所得水準の高い高齢者層・退職者などが個人投資家層の中心を占

めていることがわかる。

さらに投資経験者の一般株購入と投信購入の割合を年齢別に見てみると、70歳以上が各々81.3%、62.5%、60-69歳 56.2%、33.2%、50-59歳が54.4%、30.5%であり、年齢が下がるにつれて上述と同じように一般株購入と投信購入の割合も低くなっていく。特徴的な点は一般株購入が投信購入の割合を上回っていることである。ここから個人投資家層の中心が50歳以上で一般株の売買を主に志向していることがわかる。とはいえ投信の比率も高く、この双方を通じてこうした個人投資家層のマナーが証券市場へ流入したことになる。

以上の調査を比較する上で調査対象の母数となった「個人」が最新の調査ではインターネット調査だということを考慮しなければならない。そのためこの数字をすぐに一般化するのは適切ではないかもしれない。他方でパソコンの普及率がかつての家電製品同様、急速に高まっており、ほぼ8割の世帯がパソコンを所有する現状やネット証券経由による安価な売買手数料の設定、投信手数料のキックバックやノーロード（手数料なし）の進展を鑑みれば、過小評価も禁物であろう。例えば投信に関しては、上述の調査では投信の購入先は証券会社店頭が6割（59.3%）、ネット専業証券会社23.3%となっており、旧来の購入先が主となっているかのように見える。また銀行窓販による購入は10%前後、郵便局は0.8%というように、投信の販売を拡大したか、新規に販売参入した金融機関は調査時点では比率が低くなっている。実際はこの後、銀行窓販は急増し収益の大きな柱となり、郵便局による販売も06年3月末現在で運用資産は1千億円に達していくのである。

3. 家計金融資産に生じた変化

日本における家計の金融資産に関しては過去

の様々な調査結果が結論づけているように、また前稿でも指摘したように、資産選好が預貯金に偏っていることを最大の特徴として挙げる事ができるが、その特徴にも変化の兆しがあらわれている。それは一時期1200兆円といわれた家計の金融資産が、株式相場の堅調に支えられて順調な増加を示してきたことに示されている。とりわけ05年9月末から1月中旬にかけて日経平均株価は約20%の上昇を示しており、これだけでも新興国の株式市場並みの上昇を示したことになる。06年3月末時点における郵便局における投信販売高・残高の増大も売り出しが05年10月で上昇時期と重なっていたことがその大きな要因となっている。こうした結果、日銀の資金循環統計（06年3月24日速報）によれば、05年12月末に家計の金融資産残高は1500兆円に膨れ上がった。つまり家計の金融資産は過去1年間で74兆8千億円増加したことになり、日銀が総務省の家計調査から算出した結果によれば、サラリーマン世帯の消費性向は着実に伸びており、98年と比較して74.7%、3.4ポイントの上昇を示した。

上述の消費性向の伸びはサラリーマン世帯に60歳以上の無職世帯を加えれば、さらに9ポイントほど高くなる。こうした数字は賃金の上昇という要因以外に株高→株式・投信資産増→実現益または値上がりを見越した消費意欲の向上→消費性向の上昇・資産効果の発生を通じて消費性向を高めるという期待もあり、他方で過去30年以上にわたって貯蓄率（全家庭の可処分所得のうち貯蓄に回した割合）が趨勢的に低下してきたことと合わせて考えれば（内閣府の「国民経済計算」によれば、1970年代に20%以上あった貯蓄率は2000年以降5%を下回り、04年には2.8%という顕著な低下を示してきた）、家計・個人の貯蓄から投資へのシフトと捉えることもできよう。その意味ではある程度の整合性を持って説明が可能であるが、他方ですべて

の所得階層が株高の恩恵を被っているわけではないことにも注意しなければならない。なぜならば高齢者層を加えた消費性向の上昇は、貯蓄を取り崩した高齢者層の存在を示しているからである。超低金利下という異常かつ長期にわたった政策を通じて、貯蓄を消費に回さざるをえない層が少なくないことを物語っているといえよう。

家計の貯蓄が消費、投資へのいずれかにより多く回ったのか、一概に判断することはできないが、所得階層の違いによって、その行動は決定されるとみなされる。投資に回す行為は低金利下での個人の合理的な経済行動として捉えられるが、消費に回す行為は選択肢のない行動といえる。非常に興味深いこととして、この25年間（1980-05年）の日米独仏先進各国の貯蓄率を比較しグラフを描いた場合、独仏では10%前後、もしくはそれ以上の貯蓄率を維持しているのに対して、日米は非常に酷似した右下がりのカーブになる点である。日本の場合55年ぶりの低水準であり、米国の場合は29年の大恐慌以来、05年にはマイナスに転落している（『日本経済新聞』2006年1月22日、データは米国商務省）。

ただ米国の場合、貯蓄率低下は格差問題以上に家計の「過剰消費」の顕在化をあらわしており、90年代を通じて貯蓄率は低下傾向を示してきた。株高による資産効果と相まって近年においては長らく住宅価格が値上がりが続けてきたためとされている。実際、FRBの前議長グリーンズパンは家計が住宅を担保に引き出した総額は04年で6千億ドルに達し、こうした家計の行動によって近年の貯蓄率低下を説明できるとしている（同）。

4. 個人投資家の増加がもたらす証券市場への負の影響力について

個人株主数を正確に把握した統計はなく、東証などの証券取引所が発表する数値はあくまでも延べ人数である。延べ人数とは一人でも複数銘柄所有していれば、複数銘柄分が人数となるものである（例えば5銘柄なら5人とカウントする）。全国5証券取引所は2005年度末の同数字を3,807万人と発表しており、前年度比で268万人増と10年連続で過去最高記録を塗り替えてきた。またネット取引口座は1千万口座以上に達しており、同様の個人株主数の増加は新興市場でも顕著である⁽¹⁾。

すぐに気づくことではあるが、上述の個人株主数約3800万人は延べ人数にすぎない。国民の三分の一に迫るような錯覚を引き起こしやすいので平均保有銘柄数と平均保有口座数に基づいた推計値の算出が必要になる。ただ現時点で依拠できる精度の高い平均値はなく、平均保有銘柄数については、ここでは便宜的に電通による過去複数回行われた個人投資家に関する調査数値の結果（最も多い保有銘柄数は3～5銘柄）から、平均保有銘柄数を多目の5とすれば、個人投資家数の推計値は800万人に満たない。また仮に少なめの平均保有銘柄数3とすれば、1200万人を超える推計値となる。株価上昇期・ブーム期においては新規の市場参入者とともに既存投資家の平均保有銘柄数が増加する可能性が高いので、延べ人数は高めに出やすくなる。いずれせよ大まかな推計値としては個人投資家の数は1千万人前後に達していると推定されよう。

一方ネット口座数の増大とその数は上記の個人株主数と一致するが、口座数そのものも個人投資家によって複数口座の設定が浸透しているため、この分を割り引いた推計値と旧来の対面取引口座（この分も割り引かねばならない）を

足した分が個人投資家数ということになるが、複数口座に関する正確な実態を把握したデータに欠けるため、口座数から投資家数の推計値を得ることは困難である。

日本証券業協会 [2006]「インターネット取引に関する調査結果」の発表データによれば、確かにネット口座数は短期間で著しい増加があったことを示しているが、その反面で既存の対面取引口座からネット口座への乗り換えも活発だったことも示している。06年3月末時点で半年前に比較して増加したネット口座分210万の内、対面取引口座増加分は70万、ネット口座が140万で、後者の増加分140万の内90万くらいが対面取引口座からの乗り換えであって、ネットの新規増加分は実際には50万口座程度にすぎず、ネット専業証券のみの顧客数は実質200万人強という推定もなされている（『日経金融新聞』2006年6月29日）。とすれば上記の個人投資家数1千万人前後もさらに下方修正した数値が実態に近いといえるし、「この程度では『貯蓄から投資』への流れが出来ているとは言えない」（同）とする専門紙の見解も正鵠を射たものといえよう。

ただ仮に最初の推計値1千万人前後をさらに下回った数値が口座保有数の実態だとしても、証券市場への個人参加者数に関しては、投信・年金などを通じた迂回的な個人の参入も増加している点を考慮しなければならない。特に株式投信の資産額、個人の購入は2005年から翌年の上半期にかけて過去の記録を塗り替え最高値に達しているという現状を踏まえれば、「預貯金から株式へのシフト」についての過大評価が禁物であるという反面で、相当数の国民が証券市場に対して何らかの利害関係を持つようになってきたことにも大きな注意を払わなければならないまい。

取引口座数の増加が意味することは料金設定の低さとその簡便さであるが、特に取引上の規

制緩和が個人投資家の投資行動にドラスチックな変化を及ぼしたという点であろう。少額資金しかもたない個人投資家層は信用取引を通じ、ウェブ上で提供される様々な情報（材料）に基づいて、非常に早い売買を行える環境が整えられていたため、その売買速度は速く、もし値動きの激しい新興市場へ資金が向かったならば、相場は加熱しやすくなる。東証1部も含めて売買速度の速さについては東証が毎月発表している投資主体別売買動向の個人部門の売買状況によくあらわれている。昨年秋季から今年初頭までにおいては、機関投資家部門の売買状況が「買い越し」であるのに対して、個人部門は「売り越し」になっている。こうした売買状況から、新旧の個人投資家層が株式ブームに乗って、資産運用面から長期保有という態度で臨んだというより、「投機的」な取引に身を委ねて、個人投資家層全体としては、先のブーム期（2005年下半期）においては一時的には相当の利益を得ていたと推察されよう。

現物買い付け資金の3倍までの取引を可能とする信用取引がネット証券口座を中心に浸透していたため、個人の売買動向が外国人投資家と並んで05年株式市場の活況を生み出す大きな要因となってわけだが、このような個人主体のストック・ラッシュを導いたのは主力株が上場する東証1部ではなく、ボラティリティが高く、企業業績と適正株価が著しく乖離した銘柄の多い新興市場（マザーズ、ジャスダック、ヘラクレス）であった。新興市場を起点として05年秋以降、個人マネーは東証1部の大型株の値動きがよければ、そちらにシフトするというような現象も顕著となり、個人投資家が二股をかけることによって既存市場と新興市場とは強い連動性をむしろ示すようになっていく。

この連動性が強まるということは、株価上昇期には他方がつれ高現象を示すか、一斉に資金が他方へシフトすることで、全面高、新興市場

の軟調といういずれかの状況を引き起こしやすくなったことを意味する。そして逆に下落局面（06年上半期、特に5月）においては上昇材料が整っていたとしても、それ以前の下落幅が大きければ、新興株の担保価値の下落を通じて信用取引上でいうところの追証が発生するし、現物取引においても押し目買いが進行する結果、株価の上値を重くし、双方の市場の平均株価を下振れさせるという負の相乗効果も顕著になってきた。

個人投資家にとって株価指数の裁定取引を行うには従来巨額の運用資金を要したため、主として内外の機関投資家による先物売りによって、彼らはむしろ市場において受身の立場にあったが、06年7月からの大証でのミニ日経225先物の開始によって、機関投資家同様、株価下落に対して一定のヘッジ手段を手にすることが可能となった。ただこれとても金融資産管理のための安全弁という目的よりも、上述の信用取引の拡大に伴う個人のカラ売り手段の獲得同様、投機的な道具として個人投資家に用いられる可能性が高く、機関投資家の裁定取引と個人を合算した裁定取引量が増加することで、株価全体の変動を自動調節するという期待よりも（むしろ上方への振れ幅を大きくする側面も否定できないが）、何らかの悪材料に対して従来以上に追隨的な個人投資家の売買を呼びやすくし株価の下方への振れ幅を大きくする可能性を創出したことになる⁽²⁾。

5. 新興国市場との相似性をどう捉えるか

日銀によるゼロ金利は06年7月14日に解除されたが、解除後も依然として超低金利状態が続くことには変わりなく、欧米で先行し連続した利上げとは極めて性格の異なるものであることに注意しなければならない。長期にわたるゼ

ロ金利期間中、既に述べたように資金調達コストが限りなく低い日本でヘッジファンドなどが投資資金を調達し新興国市場で運用を行う、いわゆるキャリートレードが促進されてきた経緯があり、同時に主として投信を通じて日本の個人マネーも新興国市場で運用されてきた結果、新興国市場の株価のボラティリティを高くしてきた。

新興国市場のボラティリティはまず欧米日の低金利が定着した時期から高まってくるが、2005年以降には欧米の利上げ継続、世界経済の堅調な成長予測の下で日本のみがゼロ金利と過剰流動性創出という異常事態を残したまま、先進国の中では際立った投機資金供給地となり、新興国市場における株式ブームを演出する発信地の一つとなった。これは実質的にゼロ金利下での日本国内での証券ブーム同様、国外での新興国市場においても投機資金フローの連動性の結果として実質的に同じようなブームを引き起こすことにつながった。

こうした資金フローは投資主体がヘッジファンドを中心とする機関投資家による世界的な金利上昇（特に米国のFFレート）や価格上昇の著しい商品市場の動向に敏感であることは当然で、先進国証券市場よりも全体の時価総額規模の小さな新興国市場では、投機資金の短期間におけるインフローとアウトフローの双方によって株式ブームをもたらす反面、市場を著しく不安定なものとする。

超低金利先進国（日本）の存在を起点としたキャリートレードを行う欧米ヘッジファンドなどの国際投資選好の流れをあらわしたものが図1である。同図は極端に簡略化したものであるが、先進国（特に欧米）の金利動向で個人の金融資産選択同様、株式と債券の間の代替性、または商品価格に対する予測次第で株式と商品の間に代替性もしくは連動性が存在していることを示している。金利高の局面では国際的過剰流

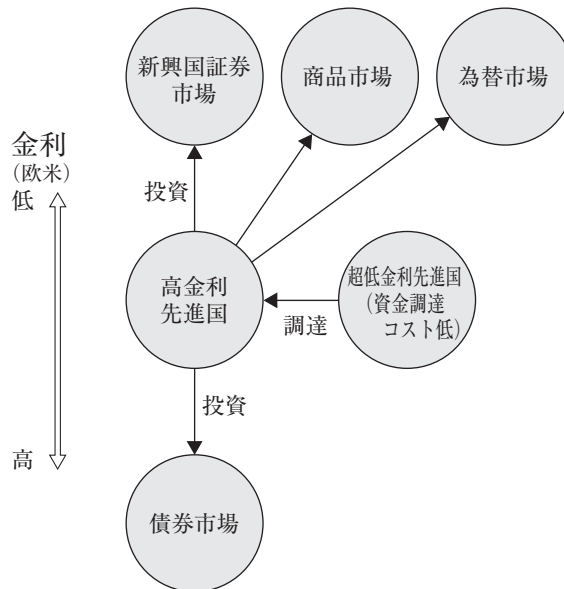


図1 超低金利先進国とリスクマネーの流れ(イメージ)
(出所) 筆者作成

動性は減少し、新興国市場から資金が引き揚げられ債券市場へ向かう。また超低金利先進国でも過剰流動性が減少するが、相対的・絶対的低金利状態である限りリスクマネーの資金調達先としての位置づけに変化はない。そしてこの場合の投資選好は金利高・債券利回り高によって債券価格安がもたらされるため、株式・商品などと比した運用収益面での魅力の乏しさもあって債券選好を長期化させることにはならないであろう。いずれにしてもこの超低金利国は国際的なリスクマネーの動きを規定する一つの重要な位置を占めてしまっていることに変わりはなく、それゆえに欧米先進国・国際機関から超低金利の維持が求められることになるのである。

図では省略したが超低金利国からも投信などを通じて個人マネーが新興国市場へ投資されるし、他の先進国やアジア・アラブ諸国でも同様の投資が進展するため新興国市場では売買の主体は規模の小さな市場ほど外国人が売買の主体として突出したものになり、他方で個人株主の

売買主体としての位置は低い。従って個人投資家は先進国よりもはるかにリスクな投資を行なうということになり、金融資産選択という面でも社債をはじめとする債券市場が未発達なため、先進中核国のようなポートフォリオ構築は望めない。またブーム期のボラティリティはより多くの国内個人投資家のリスクマネーを国内証券市場に引き寄せることになろう(ただし新興国の場合、資金流入と自国為替安回避のため金利が高めに設定されることが多く、個人投資家の数も限られるため、国民の金融資産選好は元々預貯金に偏向しやすい)。IPOも盛んになるが、この過程で国内市場の適切な規模を超えた上場企業数の急増が起こり、この時点で規制緩和措置によって将来の企業退出・整理を見込んだ規制強化が折り込まれることはない。企業業績の向上を通じて市場のPERの割高感はある程度是正されるとしても、将来の調整に過大な負荷をもたらすことになる。

2006年5月には通常のヘッジファンドの決

算売りを超えた米国の金利引き上げ継続懸念に対して新興国市場からリスクマネーが流出し債券市場へのシフトが生じ、世界同時株安を引き起こしたが、この際一見奇妙な各国市場間における株価の連動・連鎖現象が見られた。通常観察されるNY市場との連動だけでなく、時差の関係から東証後場の途中から開くインドのボンベイ証券市場（SENSEX）との株価の連動現象が続いたことである。これは投信をはじめとした日本のリスクマネーがインド市場へ投資されていることから、インド市場で下落が生じた際に、東証において心理面で市場に揺さぶりをかける仕掛け売りが発生したことに主として起因するものであった。

NY市場を中心とした主体性なき相場展開は、それ自体が各国市場の従属的な連動性とこれに基づく市場での株価形成に依拠せざるをえないという既存の市場階層性を示しているにすぎないものであるが、今回の連動性のケースはよりインド市場をはじめとする相対的に規模の大きな新興国市場間における連動性に日本の市場が組み込まれたことであり、下落時の売り越し主体（外国人）が日本市場を新興国市場と同じカテゴリーに含めた投資対象としてきた一つの典型的な証左でもある。05年を通じた日経平均株価の新興国並みの40%に達する高い上昇率はそれを物語ったものであり、それはさらに06年5月期の下落時において欧米市場より大きな下落率を示したこともよく示されている⁽³⁾。

ただ新興国市場と決定的に異なる点は金利水準の問題である。欧米同様、新興国では通貨防衛と投資の流出を避けるために次々と金利引き上げが行われ、その水準も8～10%前後と高くなっている。この点で日本は突出した超低金利国であり、欧米との間で大きな金利格差が存在している以上、ゼロ金利解除が行われても資金供給地としての特殊な世界的位置から大きく脱

することはない。株価の連動性自体は元々実体なき市場心理の問題であるため持続性は考えにくいだが、日本と新興国の幼児段階にある個人投資家が一見自発性に基づいた金融資産選好を行っているように見えても、その実態は資産選好の隘路に基づいた結果にすぎず、国際的な市場階層性に基づいた不利な資本・金融市場の改善・発展がなければ、中核国並みの「健全な」金融資産保有は一部の富裕層を除けば、実現されないと言っても過言ではなからう。

債券市場が未発達な新興国の場合だけでなく、財政の国債依存体質につかった日本の場合においても利払い負担が金利上昇によって重くなるため、国債利回りは政策的な配慮もあって異常なほど低い。このため金利の上昇が一定水準に達し証券市場が長期的に軟調化すれば、一般家計部門では預貯金から株式への流れは容易に逆流へ転化しやすいことも予想されよう。またこのことは金利の高い新興国においても同様である。このプロセスでは日本の場合、先進国であるがゆえに株式投資だけでなく、投信などをはじめとした迂回的投資増によって、より多くの国民の資産がリスクにさらされるし、保守的に金融資産を預貯金へ滞留させている家計部門も物価上昇率の程度如何で資産の目減りを免れることはできない。

6. 小括

従来の日本のゼロ金利・超低金利政策をめぐる議論は、デフレ脱却・リフレ（緩やかなインフレ）誘導策・持続的な景気回復を目指した政策としての有効性如何が主要な論点となってきた。一言で言うならば、ゼロ金利の期間と解除時期をめぐる有効性が金融政策論争の焦点となってきたのであって、同政策が国民の金融資産形成に与える影響や国際的リスクマネーの供給源になることで世界的な株価のボラティリ

ティを高めるといふ側面に関しては副次的な産物として捉えられてきた。

長期にわたる日本のゼロ金利政策は、その効果としては企業部門の有利子負債削減とバランスシートの修復、長期的なリストラを通じて企業業績の回復につながった側面があると同時に個人部門の金融資産選択行動に歪みを発生させることになった。金融当局の立場からすれば、日銀、政府、証券取引所、銀行・証券業界、そして郵政等による上からの政策と規制緩和を通じてリスクマネーへのシフトを政策的、制度的に誘導することに一定程度の成果を収めることができたと映るかもしれない。しかしながら金融資産選好の偏りを生み出す発端となったのはゼロ金利政策とこれによる国内金融資産選択のレンジの狭さであった。むろん金利が長期的に上昇するならば、今度は貯蓄・債券へのシフトが起きうが、その場合でも現段階で安全資産としての利回りが他の先進国レベルに匹敵するほどの水準に達するにはなお多大の時間を要することになる。従って個人部門の金融資産選択については国際的に不利な状況に置かれていることに変わりはないのである。

05年から06年上半年期を通じて明らかになったことは、日本の1500兆円にのぼる個人の金融資産が国際的な機関投資家の投資行動によって左右されやすいことと、証券市場のボラティリティの高さから新興市場の個人投資家と同じ状況にさらされたということである。ここで暫定的かつ批判的に言えることは、今後も個人向け金融派生商品の増加等に示されるように証券市場を全面的に「大衆化」しようという政策や制度的措置は、家計・個人部門の健全な財形、および証券市場の安定性という視点からすれば、正しい政策・誘導路線とは言えないということである。むしろ市場の枠組みと資金の需給両サイドからの選別に基づいた規律（新興市場上場基準の見直しと退出の円滑化、個人の信用

取引資格の厳格化、株式投信設定に対する規制、株式投資偏向の官民によるキャンペーンの見直し、家計の金融資産格差に対する対策等）が必要であるにもかかわらず、事態は逆方向に向かっていているといえよう（06年7月31日⁽⁴⁾）。

注

- (1) ジャスダック証券取引所の発表によれば、05年度末の同取引所上場企業の株主数は前年度比増67万2千人にのぼり、総数では約286万4千人に達し94年度以降連続で増加している。
- (2) 現物株指数に対して株価指数先物が高くなった場合、同時に先物売りと指数採用銘柄を買うというのが株価指数裁定取引である。もし先物価格が現物株指数以下であれば、反対売買によって利益確定が行われる。しかしながらこれはヘッジという健全な投資手法を定着させるというよりも、投機的なデリバティブの定着と言い換えた方が良からう。企業業績が全体として好調であったとしても、何らかの悪材料によって地合いの悪化した市場においては下げ局面での株価指数先物への見切り売りが生じ、先物安を通じて現物株の裁定解消売りを誘発する過程で個人の参入増は下げをより大きくする方向へ働くと考えられる。
- (3) 国際的過剰流動性自体は世界的金利高の下では減少するが、その反面でヘッジファンドを中心とした機関投資家の運用するリスクマネーは常に高い運用収益が求められるため、証券から債券へのシフトが恒常的なものになるわけではない。さらに高金利と商品高（原油、非鉄金属、農産物など）の下ではリスクマネーの商品市場への流入増によってコア商品に対して実需以上のはるかに高い価格形成をもたらす。株安、商品高、インフレ進行によってファンダメンタルズを傷つけることになる。これを防ぐにはコア商品（例えば原油）に限定した先物市場でのトービン税のような規制導入が必要となつてこよう。
- (4) ライブドア事件後も監査法人による不祥事等が相次いだ結果、証券市場における透明性を核とした制度改革が政府・東証・様々な利害関係団体を通じて主張され、それらのいくつかは既に実施されてきたか、実施予定にある。日本版SECの創設とこれによる規制強化・監督権限を主張する論調が高まって

きたのはその証左であるといえよう。また06年の会社改正法や外国企業による株式交換を用いたM&Aを容易にするような規制緩和措置等も「先進的」な市場への過渡期にある従来からの市場の「国際化」「開放」へ向けての路線の一行程にすぎない。市場における技術的な進化はミニ日経225先物売りなどの登場に示されるように売買の中心に踊り出てきた個人投資家層に多くの「道具」を付加しつつ、若年層・学生に対する官民あげての啓蒙活動によって、市場構造をますます不安定化の方向へ強めているといつてよい。かつてのごとく金融機関・事業法人間のリレーションシップによって株価が形成されるのではなく、零細多数のしかし市場での購買力を増した個人投資家によるオークション方式による価格形成が主流となりつつあるからである。全体として見れば、個人株主の安定株主化はむしろ精神論的な幻想に近く、現状では投資主体構造変化に伴って個人投資家が短期売買で対応しているにすぎない。

参考文献

- goo リサーチ [2006] 『「株式および株式投資信託」に関する調査結果』
- 国民生活センター編 [1998] 『金融ビッグバンと消費者』大蔵省印刷局。
- 澤田貴之 [2006] 「ゼロ金利政策下における金融資産選択行動の歪み（上）」『名城論叢』名城大学経済・経営学会，第7巻第1号。
- 総務省 [2002] [2004] 『全国消費実態調査』
- 大和インベスター・リレーションズ [2002] 「個人投資家に参加してもらうための具体策は「景気回復」—内閣府『証券投資に関する世論調査』（平成14年）から—」
- 東京証券取引所 [2006] 『東証統計月報』各月号。
- 三菱 UFJ 証券投資情報部 [2006] Equity Market Weekly, 各号。
- みずほ総合研究所 [2002] 『家計の貯蓄と資産選択行動—減少する家計資産と高まる安全資産選好—』
- 内閣府大臣官房政府広報室世論調査担当 [2004] 『「証券投資に関する特別世論調査」の概要』
- [2002] 証券投資に関する世論調査』（世論調査報告概要）
- 日本銀行調査統計局 [2006] 『金融経済統計月報』各月号。
- 日本証券業協会 [2006] 『インターネット取引に関する調査結果』
- Berle, A. A. G. C. Means [1932], *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company (北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』文雅堂銀行研究者, 1958年)。
- Goldberg, Joachim, R diger von Nitzsch [1999], *Behavioral Finance*, Germany FinanzBuch Verlag GmbH, Munich, (眞壁昭夫監訳『行動ファイナンス 市場の非合理性を解き明かす新しい金融理論』ダイヤモンド社, 2002年)。
- Graham, Benjamin, Jason Zweig [1949], *The Intelligent Investor*, New York, Harper.
- Nofsinger, John. R. [2002], *The Psychology of Investing*, Pearson Education (大前恵一朗訳『最新行動ファイナンス入門』ピアソン・エデュケーション, 2002年)
- Web-site
- 東京証券取引所 (<http://www.tse.or.jp>)
- JASDAQ (<http://www.jasdaq.co.jp>)
- 投資信託協会 (<http://www.toushin.or.jp>)