

株式投資の失われた20年

木村 浩一

わが国の投資信託による国内株式への投資状況を見ると（図表1参照）、バブル崩壊後の20年間では、ITバブル期の1999～02年を除くと、ほぼ一貫して売り越し基調となっている。1990～98年は5兆4,287億円の売り越し、ITバブル後の2003～10年（1～9月）は308億円の売り越しとなっている。

個人投資家の日本株式に対する慎重な投資スタンスと対照的なのが、外国株式、外国債券に対する投資である。投資信託を通じた対外証券投資額は、外国株式は1990年代（1990～99年）累計2,513億円の買い越しから、2000年代（2000～09年）に6兆8,477億円の買い越しに飛躍的に増加した。また、外国債券に至っては、同じ期間、買越額は668億円から18兆1,539億円に急増した。今や日本の公募投資信託61兆8,726億円（2010年10月末）のうち、組入資産の44%が外貨建て（27兆4,779億円）になっている。

日本の投資信託市場では、日本株の低迷、低金利と対照的な海外市場（特にBRICs等の新興国）の高パフォーマンス、高金利により、日本株投信よりも外

国株ファンド、外債型ファンドへの資金流入が上回った。バブル崩壊後の20年間に及ぶ日本の株式市場の不振は、失われた日本経済の20年の一因ともなっている。

90年代までは対外証券投資にためらいがあったが、日本株式の不振から2000年代に入って一気に対外証券投資に流れていった日本の投資家の

図表1 契約型公募投資信託の有価証券売買状況

（単位：億円）

	国内株式	外国株式	外国債券
1990年	16,142	2,730	▲17,186
1991年	▲14,589	▲699	20,402
1992年	▲1,055	▲2,858	▲8,609
1993年	▲1,901	4,326	▲4,173
1994年	▲12,912	4,840	▲7,804
1995年	▲10,526	▲3,796	1,662
1996年	▲9,399	▲4,349	399
1997年	▲15,698	▲1,182	5,253
1998年	▲4,349	4,555	18,990
1999年	12,933	▲1,054	▲8,266
2000年	36,181	741	▲4,860
2001年	20,668	1,986	4,412
2002年	16,908	303	20,861
2003年	▲4,640	2,089	26,236
2004年	▲1,352	8,901	25,298
2005年	▲3,090	7,234	44,372
2006年	17,583	12,329	30,532
2007年	▲3,888	36,959	21,146
2008年	2,175	▲3,578	11,263
2009年	▲4,107	1,513	2,279
2010年（1～9月）	▲2,989	▲1,032	3,228

（出所）投資信託協会



姿が読み取れる。98年の日本版ビッグバンによる証券市場の整備や証券税制の改正などの数々の株式市場の活性化策にもかかわらず、20年間にわたった株式市場の不振を見れば、預金や対外証券投資にシフトした日本の投資家は賢明であったと言えるだろう。

実は、アメリカの投資信託市場でも、国内株ファンドからの資金流出と外国株ファンドへの資金流入が起きている（図表2参照）。

また、2010年9月にアメリカの投資信託協会（ICI）が発表した調査によると、リーマン・ショック後、アメリカの投資家のリスク選好度は低迷したままになっている。

ICIが投信保有者に対し行っているアンケー

ト調査の中に、金融商品へのリスク許容度を問うものがある。当然、高齢者は安全志向が高く、一方、定年まで期間が長く、これから財産形成を目指す30歳代、40歳代の投資家は、高いリターンを得るため高いリスクを選好する人が多いという結果になっている。

ICIのリスク許容度の調査の時系列の結果を見ると（図表3参照）、リスク選好度の高い投資家の割合は、リーマン・ショック（08年9月）が起きる前の08年5月は37%であったが、リーマン・ショック後の09年5月に30%に低下した後、2010年5月の調査でも30%に低下したままになっている。

アメリカで世代別に見て投資信託を一番保有しているのは、1946年から1964年にかけて生ま

図表2 アメリカの長期投資信託の新規資金の流出入状況
(単位：100万ドル)

	国内株式投資	外国株式投資
2007年	▲47,791	138,609
2008年	▲151,749	▲82,635
2009年	▲39,666	30,613
2010年（1～9月）	▲59,774	30,517

(出所) Investment Company Institute

図表3 アメリカの投資信託保有家計のリスク選好度

	2008年5月	2009年5月	2010年5月
全投資家	37%	30%	30%
うち 35歳未満	39%	34%	32%
35～49歳	47%	40%	40%
50～64歳	35%	26%	28%
65歳～	15%	13%	16%

(注) ICIがアメリカの投資信託保有家計に対して行った「平均的なリターンに対してどの程度のリスクを取れるか」というアンケートで、①平均的なリターン以上のリスクを取れる、②平均的なリターンに見合ったリスクを取る、③平均的なリターン以下のリスクしか取らない、の回答のうち、①の回答者の割合を掲載

(出所) Investment Company Institute

れ、現在 46 歳～ 64 歳のベビーブーマーである。アメリカの家計が保有している投信残高の 60% をベビーブーマー世代が保有している。そして、1945 年以前に生まれたサイレント世代、G I 世代が 20%、1965 年以降生まれたジェネレーション X、ジェネレーション Y が 20% を保有している（ICI 調査）。

投信大国アメリカ（2010 年 9 月末残高 11.2 兆ドル、約 900 兆円）で投資信託の大半を保有しているベビーブーマー世代のリスク選好度の変化を図表 3 の I C I の調査から見ると、50～64 歳の投信保有者の中でリスクを選好する投資家の割合は、08 年 35% から 09 年に 26% に低下し、2010 年には 28% に若干戻している。08 年から 09 年への低下率は、世代別に見ると、投資信託を大量に保有している 50～64 歳の投資家層が一番大きい結果となり、株式相場下落の打撃が大きかったものとみられる。

アメリカでは、投信残高の 36%（09 年末）が 401 (k) や I R A（個人退職勘定、Individual Retirement Account）などの確定拠出年金で保有されており、ドルコスト平均法的な保有構造になっているとみられる。バブル崩壊以降、日本株式に定期的に投資した日本の投資家のほとんどが、20 年間にわたる継続的な株式相場下落により評価損を抱えているように、401 (k) などを通じて毎月投資信託に投資してきたアメリカの一般投資家も、2000 年代の I T バブルとリーマン・ショックの 2 回の株式相場下落により、運用利回りの低下を余儀なくされているとみられる。

実際、I C I の発表したアメリカの 401 (k) の加入者の残高の平均値を見ると（図表 4 参照）、99 年末に 5 万 5,502 ドルでいったんピークをつけた後、I T バブルの崩壊により 02 年末に 3 万

9,885 ドルに下がった。その後、アメリカの株式相場の回復とともに上昇に転じたが、リーマン・ショックにより、09 年末の平均残高は 5 万 8,351 ドルにとどまった。

401 (k) の場合、勤務先企業を定年などで退職した後、401 (k) から I R A に移し替えたり、若い人の新規加入があるなど、この統計が平均的な 401 (k) 加入者の残高状況の推移を表しているわけではないが、99 年から 09 年までの 10 年間の 401 (k) の運用成果は、毎月の拠出金や 401 (k) 資産による投資収益を考えれば、期待はずれの結果であったことは間違いないだろう。

アメリカでは、経済のデフレ化や政府債務の拡大などにより、アメリカ経済の「日本化」が懸念されているが、アメリカの株式市場においても日本株と同じように相場低迷の長期化と投資家の国内株回避が懸念される。

図表 4 アメリカの 401 (k) の口座残高
(単位：ドル)

	平均値	中央値
1996年末	37,323	11,600
1997年末	41,156	11,873
1998年末	47,004	13,038
1999年末	55,502	15,246
2000年末	49,024	13,493
2001年末	43,215	12,810
2002年末	39,885	12,578
2003年末	51,569	17,909
2004年末	56,878	19,926
2005年末	58,328	19,398
2006年末	61,346	18,986
2007年末	65,454	18,942
2008年末	45,519	12,655
2009年末	58,351	17,794

(出所) Investment Company Institute



今後、誰が日本株に投資するのだろうか。

長期的に見れば、先進国より新興国の経済成長率が高く、株式投資も高いパフォーマンスが想定される中では、個人投資家は国内株式よりは外国株式を引き続き選好するだろう。

大和総研の調査では、いったん強まった株式の持ち合いは再び解消に向かっている（持ち合い比率 08 年度 8.2% → 09 年度 6.5% <金額ベース>）。有価証券報告書における「株式の保有状況」の開示義務と I F R S（国際会計基準）の導入により、持ち合いの解消は不可逆的な流れであろう。

また、年金についても、年金基金による日本株式保有額はピーク時と比べ半減している。今後も年金資産の時価評価により、年金基金による株式取得は難しくなる。中長期的にも、日本社会の高齢化により年金は資金化のため恒常的な売り手になっていく。期待の高かった日本版 401 (k) も、資産が増えず、安全資産の運用が多いと推測されている。

個人も、企業も、金融機関も、年金も、日本株への投資が進まない中では、東京市場は裁定取引だけの場になってしまう。

投資家を呼び戻し株式市場を活性化するためには、日本企業が収益力を高め、不断に企業価値を上げていくしかない。日本企業は、株主から預かった 200 兆円の現金を生かす努力が求められる。

[著者]

木村 浩一（きむら こういち）



理事