

2012年1月12日 全10頁

家計の証券売買等は短期的な取引に

資本市場調査部
土屋 貴裕

リーマン・ショック以降は若年層を中心にレバレッジをかけて短期化か

[要約]

- 2000年代の日本の株式市場では、家計の売買代金回転率が上昇する（平均保有期間が短期化する）トレンドがあった。インターネット取引等の取引手法の多様化が背景と考えられる。
- 家計の日本株取引は信用取引のシェアが高まり、信用取引の回転日数も短期化している。世代別シェアでは30歳代、40歳代のシェアがやや高まる傾向にある。
- 投信購入は高齢者層中心とみられるが、設定額、解約額が共に歴史的な高水準で、投信も短期的な視野での投資が中心である可能性が指摘できる。
- このほか、個人向け国債は、過去発行分の中途換金（買入消却）が進み、発行残高の減少が続いてきた。また、株価指数先物の売買シェアやFX（外為証拠金取引）の建玉推移等からも、リーマン・ショック以降の世界市場の混乱のさなか、家計の資産運用は広く短期化している可能性が示唆される。
- 金利の設定方法が見直され、資金使途の明確化や感謝状が付される予定の個人向け国債は人気化している。「プラス α 」の要素が付加されたことで資金を集める可能性はある。
- 当面は、待機資金として家計の流動性預金が増加する可能性があろう。短期的な取引が増えていることは、本格的な「投資」に至っていないと言えよう。家計金融資産の様々なニーズに対応するためには、金融商品の受け皿を整備するとともに、短期取引の弊害の理解を進める必要があるだろう。

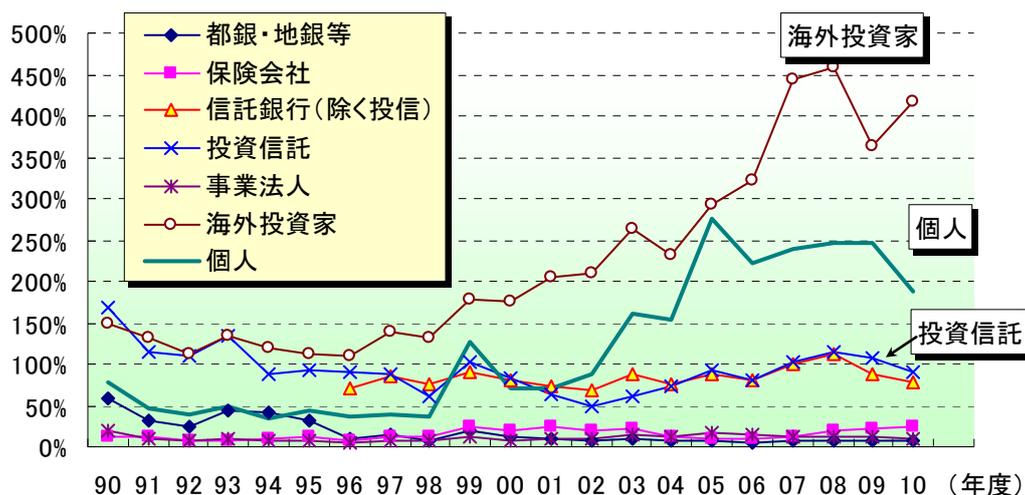
本稿では、家計が様々な金融資産取引において、短期的な視点での取引が増加していることを指摘したい。短期的な取引の増加それ自体は否定されるものではないが、思わぬ投資リターンの低下を招くこともあり、家計金融資産の積み上げにつながらない可能性も低くない。ETF 等の金融商品の受け皿の整備によって、資金の性格に応じた取引の分化が進むことを期待したい。

日本株取引の短期化

売買回転率の上昇トレンド

2000 年代の日本の株式市場では海外（外国人）投資家の売買フローと保有残高が増加したが、売買代金回転率については、海外投資家同様、家計（個人投資家）の回転率も上昇トレンドがあった（図表 1）。家計の回転率上昇は、インターネット取引の普及といった取引手法の多様化が背景と考えられる。海外投資家の回転率上昇は、ヘッジファンド等の日本への本格参入等が背景だろう。売買代金回転率の逆数は平均保有期間に相当し、トレンドとして保有期間が短期化してきたことがわかる。

図表 1 主体別売買代金回転率（市場 1 部、試算値）



(注) 投資主体別売買代金（東証 1 部）÷ 投資部門別の市場 1 部の株式保有額の当年度末と前年度末平均。市場 1 部とは、東証、大証、名証の市場 1 部。

(出所) 東証より大和総研作成

個人の日本株売買は信用取引が中心に

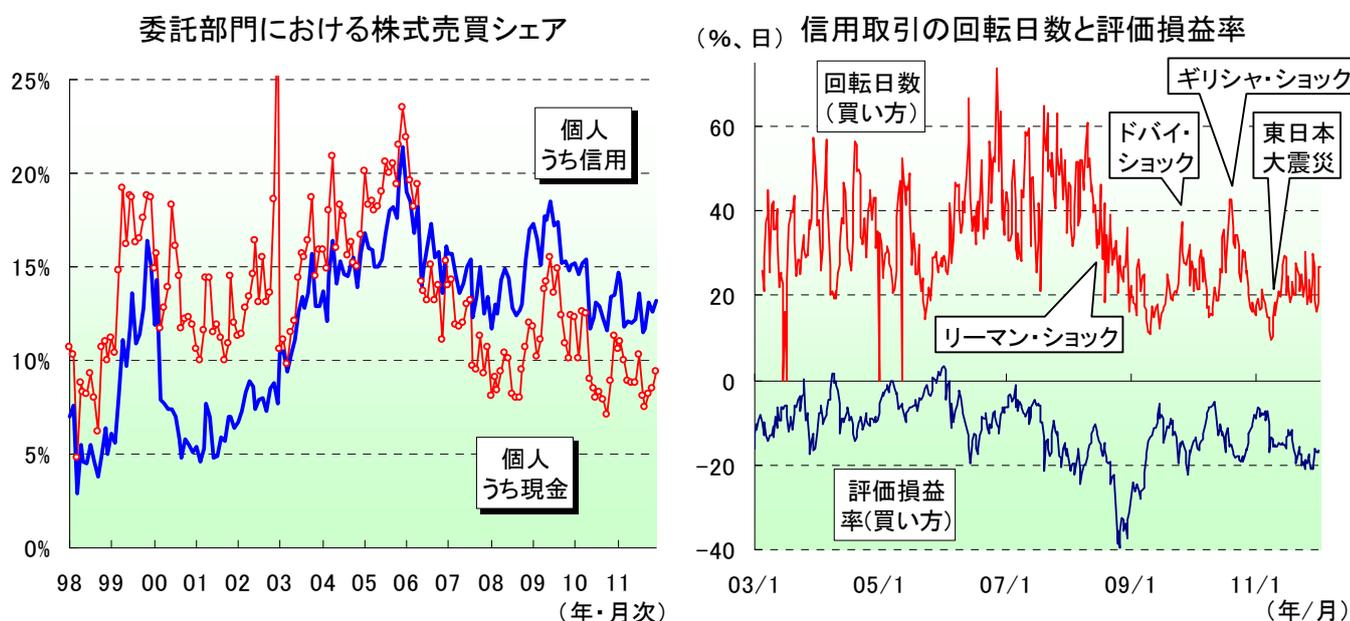
東証、大証、名証の三市場 1、2 部合計で見た場合、委託部門における家計の日本株取引は信用取引のシェアが高まり、2006 年頃には現金取引を上回った（図表 2 左）。およそ 10 年前の 2001 年頃は現金取引と信用取引の比率は 7 : 3 程度であったが、近年は 4 : 6 程度と逆転し、2008 年頃からこの比率は概ね安定的に推移している。家計の株式売買は信用取引が中心になってきたと言えるだろう。月によって報告会社数が異なるため留意が必要だが、日本証券業協会の取りまとめによる「インターネット取引に係る株式売買等データ（月次）」によると、2011 年 11 月末時点で証券取引口座 1,492 万口座のうち、信用取引口座は 78 万口座に過ぎない。ところが、前年同月比でみた増加ペースは、証券取引口座の伸びを信用取引口座数の伸びが上回る状況が続いている。

信用取引の短期化

その信用取引だが、リーマン・ショック以降は、買い方の回転日数¹が 40～50 日程度から 20～30 日程度にやや短期化した（図表 2 右）。日数が伸びたタイミングは、株価急落時等で評価損益率（買い方）のマイナス幅が拡大しているように、高値で取引したポジションの反対売買の機会を失い、結果的に保有期間が伸びてしまったと考えられる。ただし、東日本大震災直後には、株価が急落したものの、回転日数は逆に極端に短期化し、信用買いの残高が一時的に急減するなど、いわばポジションがリセットされたような格好であった。

欧州債務問題による、2011 年 8 月頃の世界的な株価急落時は、信用取引による保有期間がそれほど長期化することがなく、ごく短期間で利益確定、損失確定傾向が強まっていると考えられる。全てが家計の取引ではないが、信用取引を用い比較的短期間で売買が増えてきた可能性があるだろう。なお、売り方の回転日数も 20 日前後から 10 日前後に短期化している。

図表 2 家計の主体別株式売買シェアと信用取引の回転日数（買い方）



(注) 売買シェアは月次で三市場 1、2 部ベース。信用取引の回転日数は週平均で対象は東証上場銘柄のみ。

(出所) 東証、日証金より大和総研作成

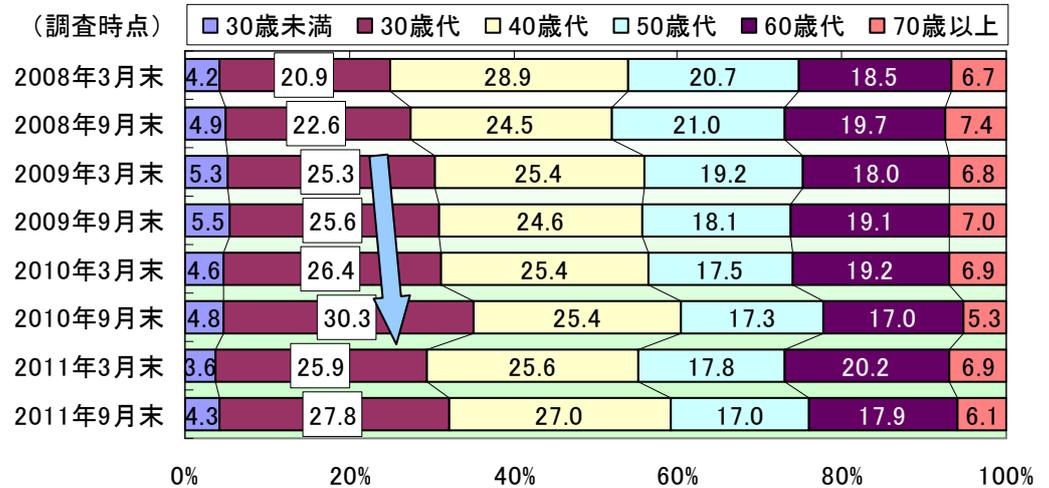
信用取引は30歳代、40歳代が中心

家計による信用取引の世代別シェアでは 30 歳代、40 歳代のシェアがやや高く、さらに高まる傾向にある（図表 3）。総務省の家計調査（資産・負債編）からは、家計金融資産の保有構成比は高齢者層が過半を占め、特に株式や株式投信では 60 歳代以上が主な保有者と試算可能である。このほか、同じ日本株売買の現金取引との比較（図表 4）からも、信用取引における 30 歳代、40 歳代の構成比は相対的に高いと言えそうだ。

一般に、若年層は高齢者層よりも金融資産の保有額が少なく、含み損発生時の追加的な投資資金の負担に耐えられる余地が少ないとみられる。このため、株式の信用取引の拡大を牽引した一方で、株式売買を短期化させてリスクを限定している可能性が指摘できよう。

¹ 信用取引で新規に買い建て（売り建て）してから、反対売買等でそのポジションを解消するまでの平均日数。

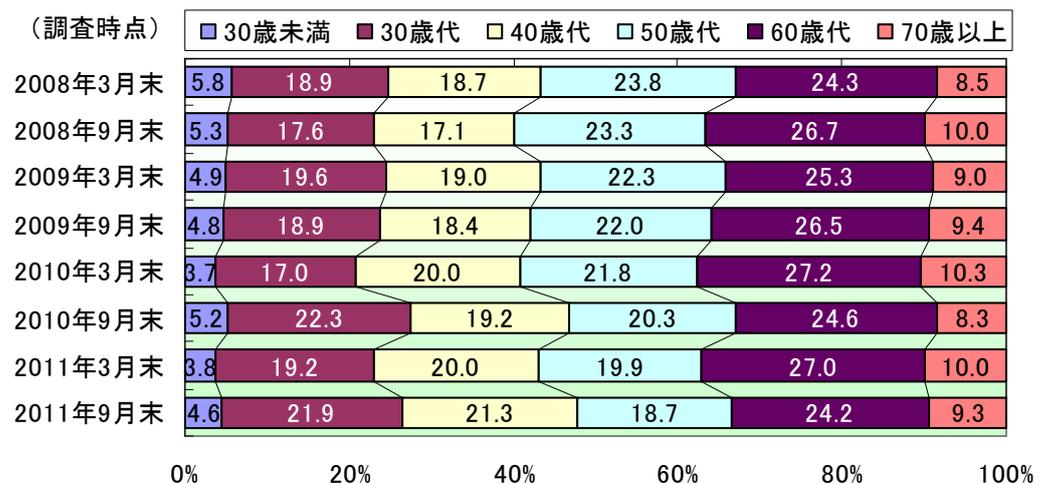
図表3 インターネット取引口座における株式売買代金構成比（信用取引）



（注）インターネット取引のみ。回答社数は調査時点によって異なる。

（出所）日証協より大和総研作成

図表4 インターネット取引口座における株式売買代金構成比（現金取引）



（注）インターネット取引のみ。回答社数は調査時点によって異なる。

（出所）日証協より大和総研作成

投資信託取引の短期化

投資信託（以下、投信）による日本株売買も、2002年頃をボトムに売買回転率がやや高まってきたことから（前掲図表1）、保有期間が短期化していることが想定される。

高水準の設定・解約額が続く

投資信託協会によると、公募株式投信²全体では、2009年春頃からは平均して月

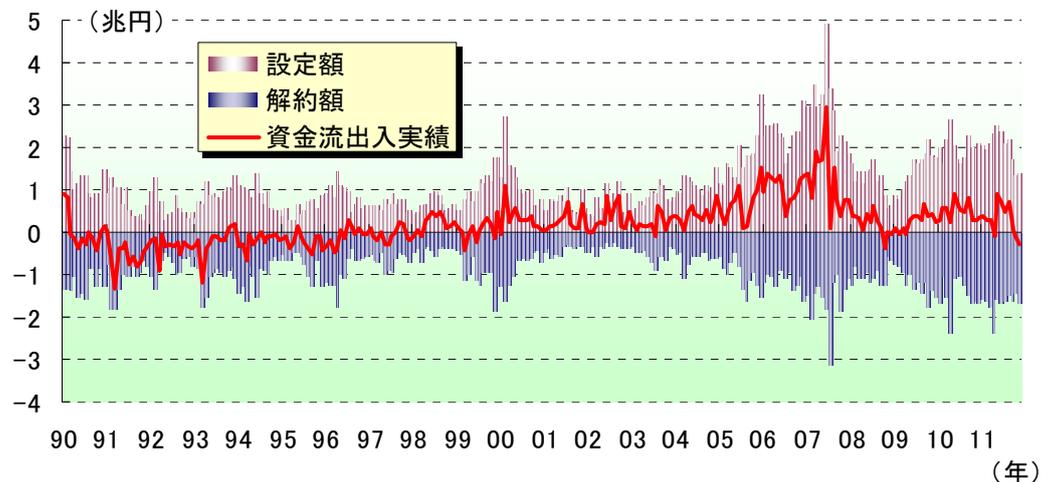
² 株式投信は「約款に株式に投資できる旨が記載されている投資信託」であり、全て株式で運用されていると限らない。株式構成比がゼロであっても、株式投信である場合もある。

4,000 億円前後の資金流入が生じた。一方で、公募株式投信の設定額、解約額が共に高水準で推移している（図表 5）。2000 年代は、リーマン・ショック後の一時期を除き、設定額と解約額が共に増え、高水準で推移した。何らかの投信を解約した（売却した）資金が他の投信の購入原資になっていた側面もあったと考えられる。例えば、リーマン・ショック以降、しばしば海外債券等を主な投資対象とした投信への資金流入が話題となったが、国内株式型から国際債券型へ、その後の、国際債券型から国際 REIT 型への資金シフト等も含まれているだろう。

長期的視点でも高水準の設定・解約額

やや長期的な視点で見れば、バブル期が含まれる 1990 年代初頭も投信の設定・解約額は高水準であり、当時も投信による日本株売買の回転率が上昇（平均保有期間の短期化）しており、投資家による投信取引そのものが短期化していた可能性があるだろう。現在の設定・解約額は当時を上回る水準であり、同様に取引が短期化している可能性が指摘できる。また、平均保有期間の短期化は、投信を経由することで、日本株以外の他の資産クラスに及んでいると考えるべきだろう。

図表 5 契約型公募株式投信の設定額、解約額、資金流出入額



（注）月次。直近は 2011 年 11 月。資金流出入額＝設定額－解約額－償還額。償還額は表示していない。

（出所）投信協会より大和総研作成

高齢者層中心か

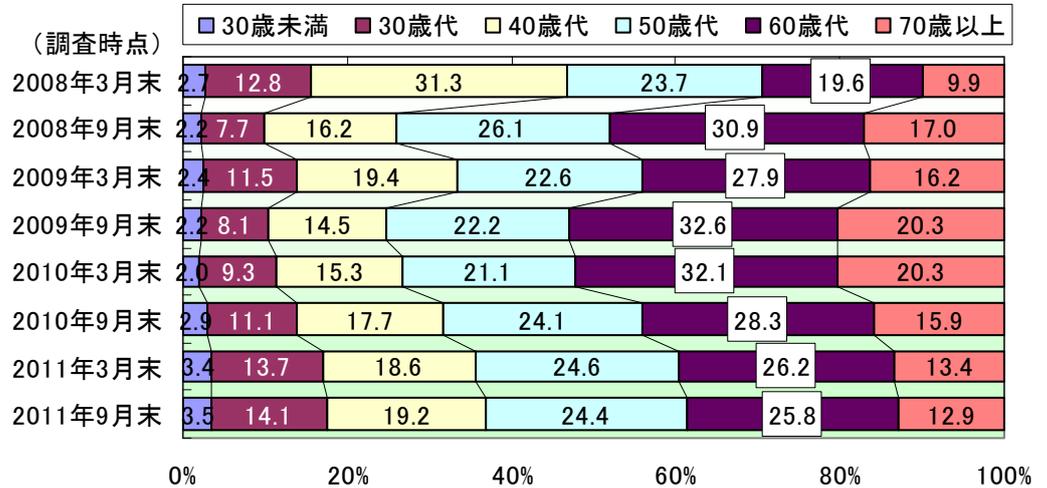
2009、2010 年度前後は、投信へ比較的高水準の資金流入が継続したが、家計による投信への投資動向を世代別にみると、高齢者層中心であった様子が見られる（図表 6）。前述した株式の信用取引とは異なり、金融資産の世代別分布により近いとみられる世代構成になっている。投信のタイプ別資金フローでは、2010 年前後においては、主に海外の債券や REIT を運用対象とする投信が選好されてきたことから、為替リスクがあるとしても、高めのインカムゲインを目指す資金であった可能性が考えられよう³。

概括すると、リーマン・ショック以降の投信向け投資フローは、主として高めのインカムゲイン目的の高齢者層が中心ながら、やや短期的な視点での取引になっていた可能性が指摘できよう。高水準の解約が継続するのであれば、ファンド側で解約に応じるための解約資金を捻出するために運用資産を売却したり、あら

³ 大和総研/土屋貴裕「家計の流動性預金増加の背景を探る」2011 年 9 月 15 日参照。

かじめキャッシュ・ポジションを抱えたりしなければならないことも考えられる。安定的な運用を阻害し、投資リターンを低下させる要因と考えられよう。

図表6 インターネット取引口座における国内投信募集の取扱高構成比



(注) インターネット取引のみ。回答社数は調査時点によって異なる。
(出所) 日証協より大和総研作成

その他の資産の取引

株式と投資信託のほかに、家計（個人投資家）の取引として、①株価指数先物、②FX（外国為替証拠金取引）、③ETF等、④個人向け国債の取引状況を取り上げる。レバレッジをかけ、取引が短期化している可能性がうかがわれる。

①株価指数先物

海外投資家中心

株価指数先物（日経 225 先物、TOPIX 先物、日経 300 先物の合計）の全取引における売買シェアでは、およそ 6 割を占める海外投資家の存在感が圧倒的である（図表 7）。一般に、売買シェアは証券会社の自己売買部門（証券自己）を含めない委託部門における取引合計を基に作成する。だが、株価指数先物売買においては、証券自己を含めた全取引をベースにしなければ市場の構造が見えにくい。通常用いられる委託部門における売買シェアで言えば、およそ 8 割の売買が海外投資家によるものとなる。

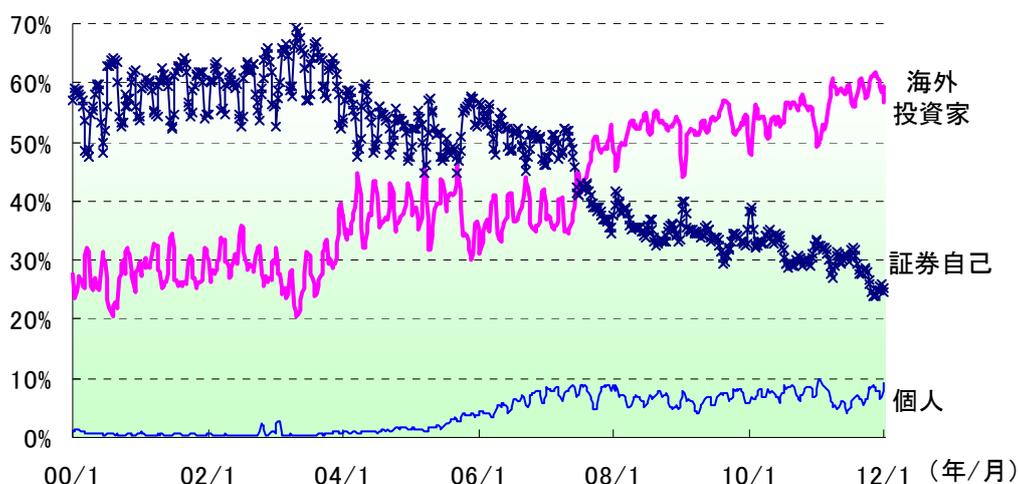
個人の売買シェアも維持されている

先物売買は、かつては証券自己中心であったがそのシェアは低下し、2007 年あたりから海外投資家の売買シェアは一段と上昇して証券自己を逆転した。しばしば先物の限月交代が相場の転換点になるなど、先物市場が現物市場に与える影響が拡大したとみられ、海外投資家の積極的な売買の増加に因る可能性がある。個人投資家についても、2006 年前後から売買シェアが高まっている。海外投資家の大幅な売買シェア上昇に対し、個人が 1 割近いシェアを維持してきたことは、それなりに個人の売買も増えてきたことを意味する。

2009 年初から足もと（2011 年 12 月）までの日経平均株価の週次騰落率と、個

人の売買動向（東証、大証、名証の投資部門別 株式売買状況 三市場一・二部等の売買差引）の相関係数をとると、現物売買では -0.76 、先物取引では -0.47 と共に逆相関の関係が見出された。時期によって絶対値は変わるが、共に逆相関の関係にあり、株価動向と比した売買の方向性は現物と先物で似通っていることになる。個人の先物取引は必ずしも現物取引のヘッジ手段とは言えないようだ。先物取引は、ロール・オーバーが可能であるとしても、原則として反対売買を伴うことから、長期的なスタンスに立った投資とは考えにくい。個人投資家の売買シェアが維持されてきたことは、積極的な短期取引が増えてきたことを示唆しよう。なお、表示していない主体はいずれも個人の売買シェアを下回る。

図表 7 株価指数先物の主な主体の売買シェア



(注) 週次で4週移動平均。証券自己部門を含む報告された全取引におけるシェア。日経 225 先物、TOPIX 先物、日経 300 先物の売買合算。主な主体のみ表示。

(出所) 東証、大証より大和総研作成

②FX (外国為替証拠金取引)

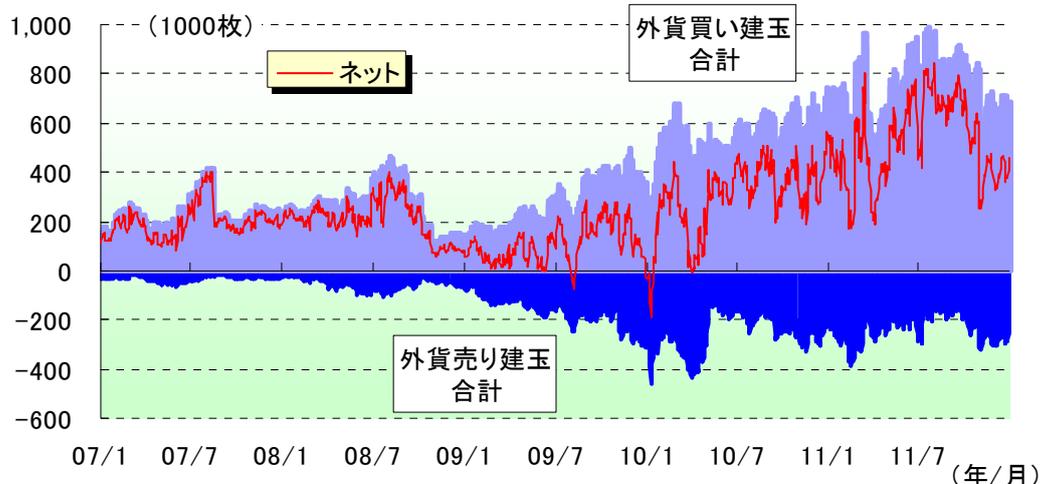
FXは両建てに

FX の建玉推移等は、リーマン・ショック前までは、主に外貨買い（円売り）のポジションだった（図表 8）。リーマン・ショック以降は、外貨買いポジションの方が大きいものの、外貨売り（円買い）のポジションも徐々に増え、ポジションは両建てで拡大した。2010年8月と2011年8月にレバレッジ規制が強化されたが、「くりっく 365」における口座数の増加は続き、証拠金預託額は目立って減少することはなかった。2007年8月や2008年10月など、世界的に株価が急落した時期に証拠金預託残高は減少した。

ネットポジションも大きく変動

また、ネットポジションも大きく変動するようになっている。ドル/円レート等にみる為替レートのボラティリティは、リーマン・ショック直後に比べれば落ち着いたが、それでもリーマン・ショック以前よりは高まっており、為替変動の機会を捉えた取引が増加している可能性があるだろう。これは、内外金利差の縮小も影響したと考えられる。対する家計の外貨預金は2007年以降、円高が進むもとでも増加が続いていることから、為替変動に敏感な資金はFXへ、やや長めのスタンスの資金は外貨預金へ分化してきていると考えられよう。

図表8 外国為替証拠金取引のポジション（くりっく365）



(注) 日次。米ドル、ユーロ、ポンド、豪ドル、加ドル、スイスフラン、NZドルの7通貨計。
 (出所) 東京金融先物取引所より大和総研作成

③ETF等

ETF等の存在感が高まる

様々な資産クラスの上場が相次いできたETF等の存在感が高まってきている。2011年11月の家計（個人投資家）は、日本株は三市場1、2部合計で193億円の買い越し、ジャスダック市場で77億円の売り越しとなる一方で、ETFについては東証と大証の合算で111億円の買い越しとなった。売買代金等の比較では、まだ限界的な存在ではあるが、上場本数の増加や日銀の買取対象となったことで、話題になる機会も増えた。手数料等の割安さ、指値注文が可能となうえに、分散投資がしやすく、インデックス投資のツールとして認知が広がっているのではないだろうか。だが、ETFの売買シェアからは、特に個人投資家の信用取引が増加している点が注目されよう（図表9）。そもそも従来型のインデックス連動型投信と異なり、ETFは日中の取引（デイ・トレーディング）が可能であることや、先述した日本株の信用取引の短期化傾向を踏まえると、ETFの売買増加も短期的な取引の増加である可能性があるだろう。

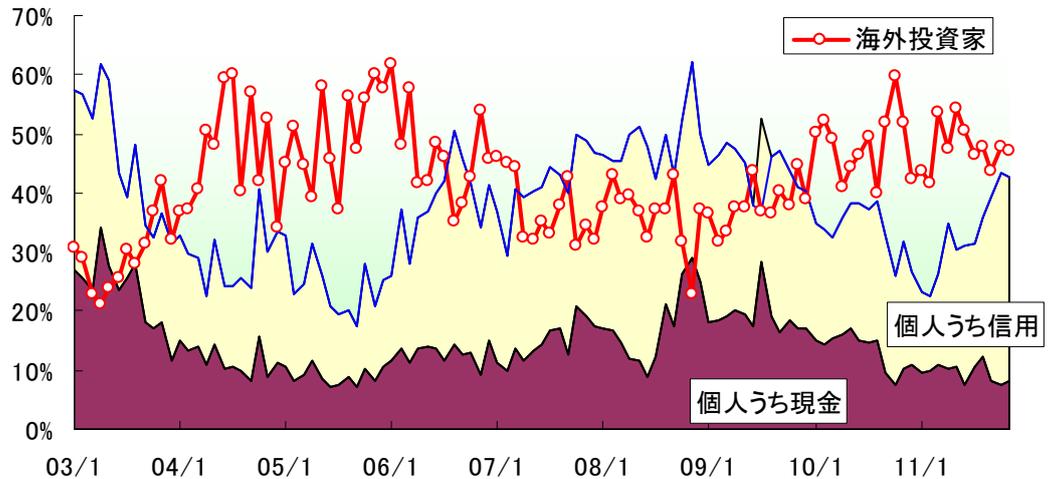
資金の性格で使い分けられるか

2011年はETN（Exchange Traded Note）も東証に上場するなど、広義のETF市場は拡大中である⁴。日経225型やTOPIX型が中心ながら、今後は様々なインデックスを対象とした取引増加の余地がある。また、為替変動に敏感な投資家はFXへ、やや長めのスタンスの資金が外貨預金へシフトしたのであれば、同様に短期の資金はETFを利用し、やや長めの資金が従来型の投信へシフトすることも想定される。ETFの存在感が高まるにつれて、従来型の投信の設定・解約額の規模が縮小することもあり得るだろう。

投信は、長めの資金供給主体として年金と共に期待される存在である。だが、両者ともに、投信の取引短期化と、高齢化に伴う年金の投資余力の低下といった背景によって、必ずしも長めの資金供給主体になり得ていないと考えられる。従来型投信とETF等の間で、想定する投資期間が異なる資金の棲み分けが進めば、投信が期待される長めの投資資金として存在感を増す可能性もあるだろう。

⁴ 大和総研/佐川あぐり「ETN市場の特色と注意点」2011/10/26参照。

図表9 ETF市場（東証十大証）における売買シェア



(注) 委託部門におけるシェアのうち、海外投資家と個人のみ表示。両者のシェアの合計は90%程度。直近は2011年11月。

(出所) 東証、大証より大和総研作成

④個人向け国債

適用金利向上後に個人向け国債の需要増

変動10年物の個人向け国債の適用利率が引き上げられて、発行額が増えている。適用金利が引き上げられて発行額が増えた35回債を含む4月債と7月債の販売動向では、60歳代向けを中心に販売件数が大きく増えた⁵。1件あたり平均販売額も伸びていることから、ある程度まとまった資金が流入したのだろう。

しかし、固定5年物の満期償還が始まり、中途換金（財務省による買入消却）が増えて個人向け国債の発行残高は純減している（図表10）。東日本大震災を受け、中途換金ができない期間であっても中途換金ができる特例⁶も設けられ、全てが7月債（35回債）以降への資金シフトではないとしても、それ以前の発行分からの乗り換え資金が新規発行債の購入原資に含まれているのではないだろうか。

今後は、個人向け国債の販売、保有期間の持続性が問題となろう。2012年1月発行分より、「個人向け『復興』国債」と銘打たれ、資金用途を明確にするとともに、感謝状も付されることとなった。2012年1月発行の個人向け復興国債の販売は好調で、変動10年の37回債は4,051億円の応募があった⁷。金利水準以上に「プラスα」のメリットが感じられることになれば、当面の中途換金が減少し、発行残高の減少に歯止めがかかるかもしれない。また、2012年3月からは「復興応援国債」の募集が始まる。変動10年国債をベースに、当初3年間の金利は下限の0.05%だが、3年後には「東日本大震災復興事業記念貨幣」を受け取れることが予定されている。「プラスα」のメリットの一つとなろう。

⁵ 第9回「国債トップリテラー会議」資料より。

http://www.mof.go.jp/about_mof/councils/meeting_of_jgbtr/proceedings/material/e230909b.pdf

⁶ 「東北地方太平洋沖地震等の被災者の方が個人向け国債の中途換金を請求する場合の手続の特例について」

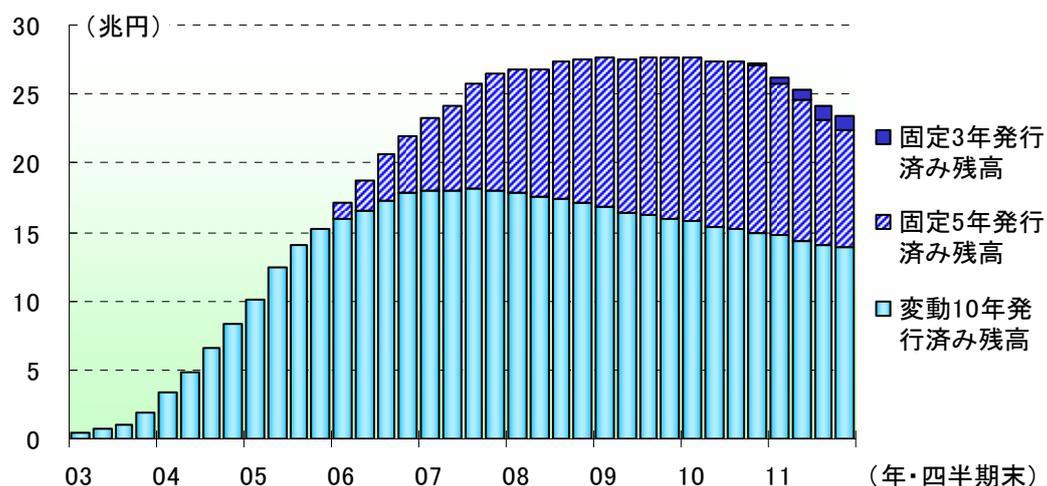
<http://www.mof.go.jp/jgbs/individual/kojinmuke/houdouhappyou/p230315.htm>

⁷ 個人向け復興国債の応募額（平成23年12月）

<http://www.mof.go.jp/jgbs/individual/kojinmuke/houdouhappyou/p240110.htm>

だが、これまでの個人向け国債は、変動10年物で2~3割程度、固定5年でも1割程度の中途換金が発生してきた。2011年に変動10年物の35回債や36回債が適用金利引き上げで販売が伸びたように、必ずしも満期保有ばかりではない点には留意が必要である。期待するメリットが金利にシフトすれば、個人向けに国債消化が進展するとは限らない可能性も生じ得るだろう。

図表 10 個人向け国債の発行済み残高



(注) 発行累計額から財務省による買入額(額面)を引いて作成。2012年1月4日の官報掲載分は2011年第4四半期中の買入額とした。

(出所) 財務省より大和総研作成

短期取引の拡大傾向

以上のように、少なくともリーマン・ショック以降、日本の家計の取引は全般に短期化している可能性が示唆される。信用取引、株価指数先物やFX取引といったデリバティブ等ではレバレッジを掛けることが可能であり、若年層が取引の中心になっているとみられる。資産残高が相対的に少ない若年層はレバレッジを掛け、追加負担に応じる余地が少ないこともあって、短期取引になっている可能性がある。他方、相対的に資産残高が多い高齢者層は投信等での運用で存在感があるが、必ずしも長期的視点に立った取引が主流とは言い難い。短期的な取引自体は市場の流動性を高め、否定されるものではないが、投信等の投資スキームを利用する場合、思わぬ投資リターン低下を招くこともあり、家計金融資産の積み上げにつながらない可能性も低くない。

投資期間ニーズに応じた棲み分けで本格的な「投資」へ

FXと外貨預金が投資期間ニーズに応じて使い分けられている可能性を指摘したが、ETF等の活用が進むのであれば、資金の性格によって投資対象が棲み分けられるようになれば、従来型の投信は、本来期待されている長期資金としての性格を取り戻す可能性があるだろう。

日本株市場において家計は一定の存在感を示し、短期取引に伴う回転率の高さによって、各市場における家計(個人投資家)の売買シェア等が維持されているとしても、なお本格的な「投資」に至っていない可能性がある。定額郵貯の集中満期や個人向け国債の満期償還が始まったことによって、当面は、待機資金として家計の流動性預金が増加する可能性がある。家計の様々なニーズに対応するためには、金融商品の受け皿を整備するとともに、短期取引の弊害の理解を進める必要があるだろう。