

2018年8月13日 全13頁

# 長期保有を促しやすい環境が整ってきた

## 増加する個人投資家のレバレッジ取引の役割

金融調査部  
主任研究員 土屋貴裕

### [要約]

- 家計の証券投資動向では、株式や株価指数先物の取引規模が目立つ。このうち、株式（現物）やETF（上場投資信託）、J-REIT（上場不動産投資信託）の内訳では、現金取引よりも信用取引の方が多い。また、株価指数先物の取引は、相対的に手掛けやすい日経225miniが多い。
- レバレッジ可能な短期取引は、少数の個人投資家が活発に売買しているとみられる。年代別の取引状況では、相対的に現金取引は高齢層が、信用取引は若年層の比率が高い。若年層中心のETF取引はレバレッジ型ETFの取引が大部分を占める。バブル崩壊以降の株価のボラティリティの高さは、短期取引を正当化したと考えられる。
- 2010年代以降は、徐々に長期保有を促しやすい環境が整ってきた。つみたてNISAの口座開設は順調な滑り出しで、相対的に若く新たに投資を行い始めた口座開設者が多いとされる。様々なスタイルと投資期間の投資家が存在することで、市場の多様性が増し、安定につながることから、レバレッジ取引と長期の積立投資は、共に増えていくことが望ましいだろう。

2016年以降の家計金融資産では、現預金の増加と資産価格上昇によって家計金融資産の総額は増加傾向である。資金の動きでは、定期性預金から流動性預金への資金シフト、株価上昇を受けた利益確定のための株式の売却等が目立つ。本邦家計金融資産の内訳は日本銀行が公表する資金循環統計で分かるが、先物取引等、一部の投資行動は資金循環統計に含まれない。本稿では、差金決済等によって金融資産の残高として捕捉されにくい金融商品を含めて考察するために、主にフロー（取引）ベースで、2017年度の家計の投資動向を確認する。

## 家計の証券投資動向

### 株式（現物）

2017年度の家計は、現物株を東京・名古屋の1、2部合計で、4.1兆円を売り越した。売買代金合計は284.9兆円であり、委託部門における売買シェアは21.9%で前年度（21.3%）をわずかに上回った。うち、現金取引が8.2%、信用取引が13.7%と取引は信用取引の方が多い。2017年度における、週次の個人投資家の売買の差引きとTOPIX騰落率の相関は▲0.77と逆相関であり、逆張りスタンスが明確であった。

ジャスダック市場は、委託部門における個人投資家の売買シェアは62.4%と、個人主体の市場であるが、2016年度（66.3%）よりも個人の売買シェアは低下し、海外投資家のシェアが上昇した（26.6%→32.1%）。個人は2017年度に50億円を買い越している。ジャスダック市場における週次の個人の売買差引きと株価騰落率の関係は、緩やかな逆相関であるが、明確ではない（対日経ジャスダック平均▲0.17）。

### 債券

個人向け国債は、2015年度までは大量の満期償還によって残高の減少が続いていたが、2016、2017年度と満期償還額は減少して、2017年度末の残高は11.7兆円と、2016年度末とほぼ同額となった。2017年度は、発行額と償還額が3.4兆円ずつと拮抗して、残高が横ばいになった格好である。償還額のうち買入償却額は2.5兆円と、年度としては過去最高となった。個人向け国債の金利（固定または変動の初回適用金利）は最低限保証される0.05%に張り付いており、低金利が嫌気されたと考えられる。

2017年度の個人向け社債の発行は8,000億円余りとどまり、2016年度の2.2兆円から減速して低調であった。もっとも、2016年度が年度として過去最高だったことから、2017年度はその反動が出た可能性もある。2018年4-6月期は5,000億円以上の発行があり、個人向け社債の発行が大幅に減速しているとは言い難い。個人向け社債は個人向け国債より金利が高く、一定の需要があると考えられよう。

個人の公社債投資（短期債を除く）は、流通市場において2017年度に2,000億円余りを売り越した。売買合計額は4,000億円余りで売買シェアは0.1%以下であった。この他、CB（転換社

債型新株予約権付社債)市場は、個人の取引が委託部門の3割程度を占める。だが、足下のCB市場は上場銘柄数が20本を下回り、時価総額も3,000億円程度にとどまる。

## 投資信託

2017年度末の公募投資信託の純資産残高は、市場全体で109.2兆円と前年度末の残高を10兆円以上上回り、残高の増加のうち9.4兆円を資金流入が支えた。全てを家計が保有しているわけではないが、個人の投信需要も多分に含まれていると考えられる。内訳は、ETF(上場投資信託)を除く株式投信の純資産残高のうち、国内株式型の構成比が上昇した。運用タイプ別では毎月決算型の構成比が低下し、バランス型やインデックス型等の比率が小幅上昇した。

ETFは投資信託の一種であるが、リアルタイムで取引できる等、商品性は多くの一般的な投資信託とは異なる。2017年度における個人のETF(内国ETF)売買代金は30.1兆円となり、委託部門における売買シェアは34.8%であった。売買代金のうち、現金取引が6.9兆円、信用取引は23.2兆円と、個人のETF売買のおよそ8割は信用取引であった。差引きで800億円余りを買越し、個人の売買差引きと株価騰落率との関係は緩やかな逆相関関係が見られる。日本株を対象とするETFのうち、名称に「ダブルブル」や「インバース」といった名称があるETFをレバレッジ型ETFと見なして集計すると、純資産総額は全体の2~3%程度だが、売買代金は9割程度を占める。ETFの取引はレバレッジ型ETFに集中し、信用取引によってさらにレバレッジを掛けている投資家もいるとみられる。

J-REIT(上場不動産投資信託)は、2017年度に個人によって2.2兆円の売買があり、2,000億円余りを売り越した。委託部門に占める売買シェアは14.2%であった、売買代金のうち現金が1.0兆円、信用が1.2兆円と、信用取引の方がやや多かった。近年の売買代金は、信用取引が現金取引を上回る傾向にある。個人の売買差引きと東証REIT指数は緩やかな逆相関関係があるが、明確ではない。

## 売買動向のまとめ

図表1では、以上の金融商品のほか、2017年度の家計(個人投資家)の様々な金融商品の売買代金等をまとめた。留意点として、投資信託と対外証券投資には企業等の売買が含まれていて全てが個人の取引とは限らない、家計が年金や保険等を経由して、間接的に投資をしている部分は含まれていないこと等が挙げられる。

伝統的な金融商品の中では、現物株の取引額が大きく、さらにその中で委託部門の売買に占める個人の比率を見ると、特にマザーズやジャスダック市場等で高い。現物株に次いで、株価指数先物の売買額(想定元本ベース)や投信が目立ち、投資における株式や投信の存在感の大きさが分かる。対外証券投資(取得+処分)の金額は小さいが、日本全体と比べて株式・投資ファンド持分の売買の比率が高い。

なお、表には入れていないが、通貨取引として、店頭FXの売買代金は片道で3,833兆円とずぬけた規模である。また、話題となった仮想通貨取引は、2017年度に「現物取引」が12.7兆円、「証拠金・信用・先物取引」が56.4兆円であった（証拠金は想定元本ベース）<sup>1</sup>。仮想通貨の取引規模は、全てが個人の売買だとすれば、ETFやJ-REITの売買を上回ることになる。

図表1 家計（個人投資家）の様々な金融商品の売買代金等（2017年度）

(億円)	市場全体	家計	市場全体に占める構成比	備考
株式(現物)	13,893,662	3,407,970	25%	売り代金と買い代金の合計 市場全体は委託部門
二市場1、2部合計	13,004,323	2,849,276	22%	
うち現金	-	1,072,835	8%	
うち信用	-	1,776,440	14%	
マザーズ	497,346	313,846	63%	
うち現金	-	112,014	23%	
うち信用	-	201,832	41%	
ジャスダック	389,028	242,562	62%	
外国株	2,966	2,286	77%	
公社債(除く短期債)	15,447,903	4,142	0%	
個人向け国債	-	68,874	-	発行額と償還額の合計
投資信託		1,656,869	-	公募投信の設定額と解約額の合計 個人以外が含まれる
ETF	866,584	301,402	35%	売り代金と買い代金の合計 市場全体は委託部門
うち現金	-	69,197	8%	
うち信用	-	232,205	27%	
J-REIT	154,415	21,959	14%	売り代金と買い代金の合計 市場全体は委託部門
うち現金	-	10,423	7%	
うち信用	-	11,535	7%	
CB	422	151	36%	売り代金と買い代金の合計 市場全体は委託部門 想定元本ベース
株価指数先物	26,182,033	2,898,113	11%	
日経225先物	9,004,049	869,143	10%	
日経225mini	9,851,264	1,967,079	20%	
TOPIX先物	7,118,526	57,012	1%	
JPX日経400先物	208,194	4,878	2%	
株価指数オプション	114,702	5,060	4%	
日経225プット	62,302	2,509	4%	
日経225コール	52,400	2,551	5%	
対外証券投資	8,838,720	176,520	2%	「その他」に分類される主体の「取得」と「処分」の合計 個人以外が含まれる
株式・投資ファンド持分	1,191,322	88,812	7%	
中長期債	6,436,169	72,578	1%	
短期債	1,211,226	15,130	1%	

(注) 対外証券投資における「その他」に分類される主体は、「非金融法人、家計及び対家計民間非営利団体」。(出所) JPX、日本証券業協会、投資信託協会、財務省より大和総研作成

<sup>1</sup> 金融庁「仮想通貨交換業等に関する研究会」における、日本仮想通貨交換業協会の説明資料「仮想通貨取引についての現状報告」より。<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20180410-3.pdf>

## 株価指数先物の取引

売買代金が現物株に比肩する株価指数先物の動向について、やや詳細に確認した。株価指数先物市場の全体では、2017年度における主な株価指数先物の取引額が合わせて1,492兆円と、東京証券取引所における現物株の取引額（787兆円）の2倍近い（図表2）。

主な株価指数先物の取引額は、日経225先物、日経225mini、TOPIX先物の3銘柄で大部分を占める。その他では、2014年11月に登場したJPX日経インデックス400先物がある程度の金額になっているほかは、あまり目立たない。記載していないが、NYダウといった海外市場の株価指数や、株価のボラティリティ指数を対象とする銘柄も上場されている。本稿では、取引が集中する日経225先物（以下、225ラージ）、日経225mini（以下、225ミニ）、TOPIX先物に対象を絞る。

**図表2 主な株価指数先物の取引額（市場全体の2017年度）**

	（兆円）	（構成比）
日経225先物	526	35%
日経225mini	510	34%
TOPIX先物	434	29%
ミニTOPIX先物	7	0%
JPX日経インデックス400先物	13	1%
TOPIX Core30先物	0	0%
東証銀行業株価指数先物	1	0%
東証マザーズ指数先物	0	0%
上記の合計	1,492	100%
(参考) 東証の現物株取引合計	787	

（注）現物株は、東証1部、2部、マザーズ、東京プロマーケット、JASDAQの合計。

（出所）JPXより大和総研作成

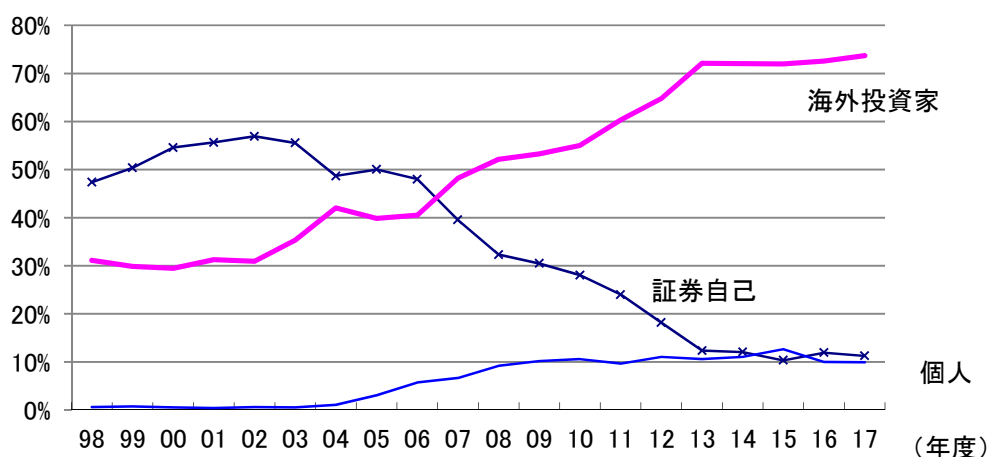
株価指数先物取引のうち、個人投資家による売買（売り代金と買い代金の合計）は、225ミニが196.7兆円、225ラージが86.9兆円、TOPIX先物が5.7兆円と、225ミニが7割程度を占める（前掲図表1）。市場においても、委託部門における個人の売買シェアは225ミニで2割程度、225ラージが1割程度、TOPIX先物では1%前後である。これらを合計した場合、個人の売買シェアは1割程度となる（図表3）。2006年に225ミニの取引が始まると個人の売買が増え、2010年度には225ラージの売買代金を上回るようになった。225ミニは、225ラージよりも取引単位が小さい他、呼び値の刻み幅も小さく、相対的に手掛けやすい。売買シェアは相対的なものではあるものの、225ミニの導入後に個人のシェアが上昇したことから、個人投資家を先物市場に呼び込むことに成功したと言える。

先物と同様に、株価指数を対象としてレバレッジを可能とする取引としてはレバレッジ型のETFもあることから、簡単に比較したい。先物は限月交代があるが、ETFの信用取引は、制度信用だと6カ月の期限がある。ETFの取引時間は現物株と同じだが、先物にはナイト・セッション

があり、取引可能時間は先物の方が長く、例えば、夜間に海外市場の動向を踏まえた取引も可能である。一方、呼び値の刻み幅はETFの方が225ミニよりも小さく、先物は必要な証拠金の額が変動する点は分かりにくい。レバレッジの倍率は、先物は数十倍の高レバレッジが可能な一方で、ETFのレバレッジは数倍程度である。225ミニの登場は個人投資家を先物市場に呼び込むことに成功したが、株価指数を対象とする取引としては、ETFの方が取組みやすいと言えそうだ。

株価指数先物取引における個人の売買シェアは、2010年度あたりから横ばいに近い推移になっている（図表3）。ETFの売買代金はレバレッジ型が新たに上場された2013年以降に急増したように、一部の投資家の売買がETFへシフトした可能性はあろう。株価指数を対象としてレバレッジ取引が可能な先物とETFであるが、上述のように商品性が異なり、ETF市場の拡大は新たな投資家層に支えられている可能性もある。以下では、短期取引やレバレッジ取引を手掛ける家計、あるいは個人投資家の投資家像を探る。

図表3 主な株価指数先物合計の売買シェア（証券自己を含む全売買におけるシェア）



（注）報告された全売買におけるシェア。225 ラージ、TOPIX 先物、225 ミニの売買合算。  
（出所）JPX より大和総研作成

## 増加した短期取引やレバレッジ取引の投資家像

日本証券業協会の「インターネット取引に関する調査結果」によれば、2018年3月時点のインターネット取引口座数において、信用取引口座数は151万口座で、そのうち有残高口座数は103万口座であった。一人で複数の口座を持っている可能性があり、実際の人数はこれよりも少ないと予想される。インターネット取引口座数全体は2,494万口座、有残高口座数は1,630万口座であるが、2017年度の現金の売買代金は110兆円に対して信用による売買代金は214兆円と、口座数が圧倒的に少ない信用取引の売買代金の方が多い。少数の信用取引口座保有者が活発に売買していることが考えられる。なお、一部に法人顧客口座が含まれているが、同時点の証券会社全体の顧客口座数は2,389万口座で、うち法人の口座数は48万口座であった（保護預



かり残高のある口座数)。

また、JPXの「ETF 受益者情報」によれば、ETFを保有している「個人・その他」は、2017年7月時点で73.0万人であり、このうち日本株指数の「レバレッジ・インバース型」(原典では「レバ・インバ型」)の保有者は17.7万人であった。複数の銘柄を保有している場合は、ダブルカウントされる延べ人数であることから、実際の保有者はこれより少ないはずである。前述のように、ETF取引の9割程度がレバレッジ型ETFであることから、少数の個人投資家によるレバレッジ型ETFの売買が、個人によるETF取引の大部分を占めていると考えられる。

同様に、JPXの「上場不動産投資信託証券(REIT)投資主情報調査」では、2018年2月時点のJ-REITの投資主における「個人・その他」は76.9万人であり、ETFの保有者数と同程度の規模であった。

株価指数先物は投資家像が明確ではない。金融先物取引業協会による「金融先物取引に関する個人投資家の意識調査」(2017年4月)<sup>2</sup>によれば、取引したことがある金融商品(複数回答)は、FXが6.8%、ETFが3.4%、信用取引が2.8%、有価証券関連先物・OP取引は0.9%であった。ETFや信用取引に関連する投資家がそれほど多くないのであれば、株価指数先物を取引している投資家の数は、ETF等よりもさらに少ない可能性がある。なお、株式を取引したことがあるとの回答は34.9%であった。

有価証券ではないが、2017年度の仮想通貨取引は、現物取引の顧客数は350万人で取引量が12.7兆円、証拠金・信用・先物取引の顧客数は14.3万人で取引量が56.4兆円であった。取引は人数が少ない証拠金・信用・先物取引の方が多い。また、利用者からの預かり資産のうち、約77%が10万円未満であったと報告され、仮想通貨取引においても、少数の顧客が取引のかなりの部分を占めていた可能性がある。

全体像は明確ではないが、信用取引、レバレッジ型ETF、株価指数先物といった、レバレッジを掛けて短期売買を行う個人投資家数はかなり少数であると想定される。以下では、こうした短期のレバレッジ取引が増えた背景を探るため、世代別の動向、国内株式市況を確認する。

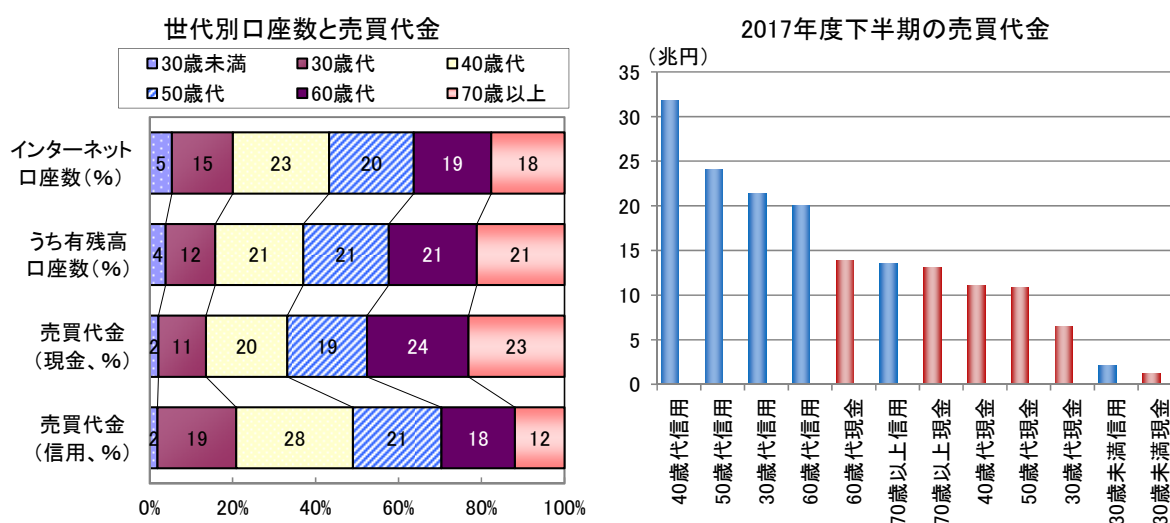
## 世代別の取引状況

証券会社のインターネット取引口座数を世代別に見ると、40歳代が最も多く、30歳未満～50歳代までで6割程度を占める(図表4左)。有残高口座数で比較すると、若年層の構成比が低下し、若年層は残高のない口座を複数持っているとみられる。現金取引は60歳代と70歳以上で半分近くを占める。信用取引の構成比では、60歳代と70歳以上の比率が合わせて3割程度で、現金取引と比べると30歳代と40歳代の比率が高い。口座数との見合いでは、現金取引は相対的に高齢層の比率が高く、信用取引は相対的に若年層の比率が高いことになる。

<sup>2</sup> <http://www.ffaj.or.jp/performance/reports.html>

2017年度下期における世代別の現金取引と信用取引の売買代金を並べると、40歳代の信用取引が最も多くなる等、上位には信用取引が並ぶ（図表4右）。30歳代から60歳代までの信用取引を合算すると、現金取引と信用取引の合計の半分以上を占める。ただし、全ての信用取引がレバレッジを掛けた短期取引とは限らないことや、同調査における回答社数が現金取引と信用取引で異なることから、あくまで目安となる。

図表4 インターネット取引口座における世代別動向（2018年3月末時点）



(注) 項目によって回答社数が異なる。売買代金は2017年度下半期で現物株とETF、J-REITが含まれる。  
(出所) 日本証券業協会より大和総研作成

投資信託協会の「投資信託に関するアンケート調査報告書」（2018年3月）において、保有経験のある金融資産を問う設問では、年齢が上がるにつれ投資信託とJ-REITの保有経験率は上昇するが、ETFは年齢が上がるほど比率が上昇する傾向にはない。ETFは他の種類の投信と比べて若年層の保有が相対的に多い可能性がある。また、世代を通じた保有経験率は、J-REITが3.1%でETFは1.4%であった。ETFの保有経験率の方が低い、売買代金は、ETFが30.1兆円とJ-REITの2.2兆円をはるかに上回る（前掲図表1）。同調査においても若年層が多分に含まれる少数の投資家によるETFの売買が活発であることが示唆される。なお、インターネット取引における公募投信の募集は60歳代と50歳代が中心で、全体の半分程度を占める。

また、株価指数先物について、前述の金融先物取引業協会のアンケート調査では、世代別の集計が男女に分かれている。有価証券関連先物・OP取引を取引したことがある金融商品とした回答は0.9%であったが、男性の世代別では、20代の4.5%が最も高く、次いで40代の2.0%、30代の1.8%と続く。女性は20代が0.8%となっているほかは、全ての世代が0.0%であった。株価指数先物は、20代～40代の男性が主な投資家層であるとみられる。

仮想通貨取引の世代別動向は、脚注1の日本仮想通貨交換業協会の報告では、現物取引は「取引の中心層は20代から40代までで、全体の約90%を占めます」、証拠金・信用・先物取引は「取



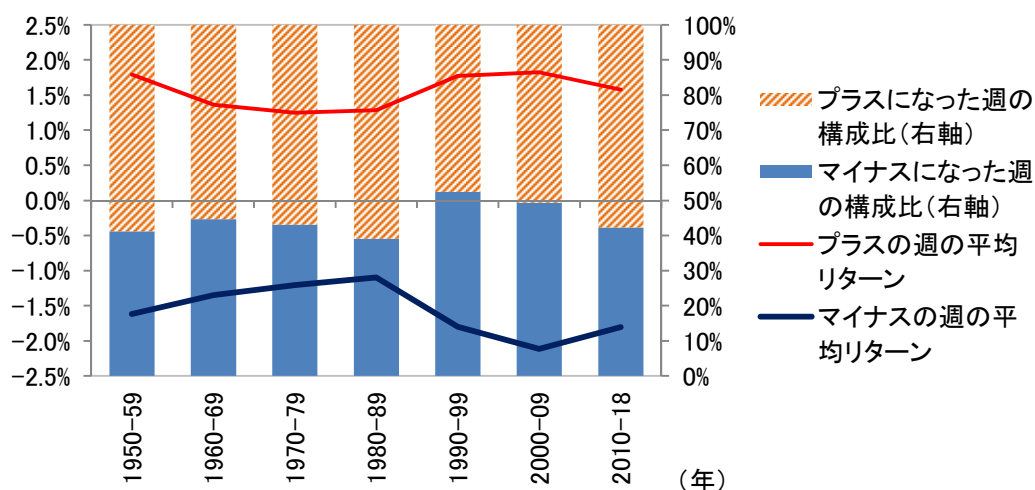
引の中心層は 30 代であり、証拠金等取引については 50 代も多く参加している様に見受けられます。また、現物取引と比較すると、40 代・50 代の参加が多いと見受けられます」と報告されている。

## 長期的視点における株価リターン低迷の経験

TOPIX の週次（週平均）騰落率の動向を、1950 年代以降の年代別に比較すると（図表 5）、1980 年代（1980-89 年）までは騰落率がプラスになる週が多かったが、1990 年代（1990-99 年）はわずかながらマイナスになる週の方が多く、2000 年代（2000-09 年）はプラスとマイナスになる週がほぼ同数だった。またマイナスの週の平均リターンは 1990 年代と 2000 年代はマイナス幅が拡大する一方で、プラスの週の平均リターンは拡大した。2010 年代（2010 年-2018 年 6 月 29 日まで）になると、プラスの週の方が多くなり、マイナスの週の平均リターンのマイナス幅は縮小した。グローバル化の進展や内外の金融システム不安等の要因が考えられるが、1990 年代以降はそれ以前よりも上昇幅と下落幅が共に拡大している。

とりわけ、1990 年代と 2000 年代に株価指数へ投資を行った場合、投資リターンが一時的にマイナスになるリスクが高まり、心理的に株式に長期投資しにくかったと考えられよう。

図表 5 TOPIX の年代別週次リターンの分布

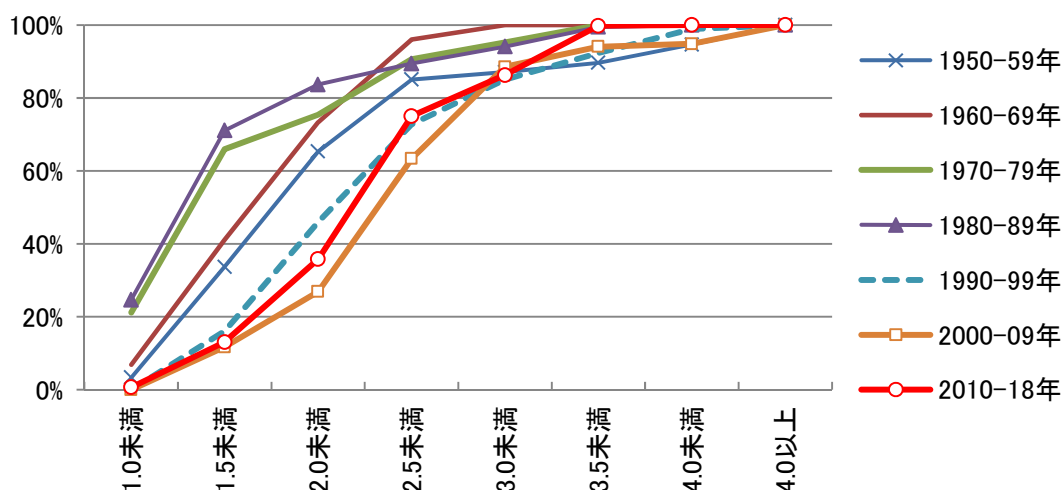


(注) 週平均値の騰落率。週の最終取引日が含まれる日付で年を区切っている。2018 年は 6 月 29 日まで。  
(出所) Bloomberg より大和総研作成

株式投資へのリスクとして 26 週の標準偏差をとり、年代別に比較した（図表 6）。図表では累積値で表示しているが、ボラティリティは 1970 年代と 80 年代で低く、1990 年代以降は高く、1950 年代と 60 年代が中間にある。先に述べたように、1990 年代以降は大幅下落と大幅上昇が増え、ボラティリティは拡大したことが分かるが、2010 年代になると 2000 年代よりは落ち着いてきた。

ボラティリティの上昇は、短期取引に収益機会を与えることになる。1990年代と2000年代にマイナスリターンとなった週が多かった経験から、長期にわたってポジションを持ちにくいのが、ボラティリティの上昇が短期取引の収益機会をもたらしたものと考えられる。2010年代にプラスリターンの週が増えて、ロング（買い持ち）ポジションでの損失発生の可能性は低下したが、引き続きボラティリティは高く、短期のレバレッジ取引に収益機会がある環境だと考えられる。

図表6 TOPIXの年代別26週標準偏差の累積分布



(注) 週平均騰落率の26週の標準偏差。ここでは年率換算していない。週の最終取引日が含まれる日付で年を区切っている。2018年は6月29日まで。

(出所) Bloombergより大和総研作成

レバレッジを掛けられる株価指数先物や信用取引を行っている個人投資家の人数はそれほど多くはない可能性がある。世代別には明確ではないが、レバレッジ型ETFは比較的若年層が多い可能性が高く、信用取引（株式+ETF+J-REIT）は、30歳代～50歳代が多いとみられる。相対的に資産の保有額が少ない若年層にとって、必要な原資が少額で済む一方、追加の証拠金等を差し入れられる余力は少ない。それでも、1990年代、2000年代のボラティリティが拡大した相場環境は、短期取引に収益機会をもたらし、相対的に資力が増す40歳代、50歳代を含めて、短期のレバレッジ取引を後押ししたと考えられる。

この他に、レバレッジ取引の増加には、オンライントレーディングの広がりや手数料の低下がしばしば指摘されるが、取引環境の整備もレバレッジ取引の増加に寄与したと考えられる。先物取引では、2006年の225ミニの導入等、商品の拡充や、夕方から夜間にかけてのナイト・セッションの時間が徐々に延長される等、取引環境の整備が進められてきた。信用取引については、1998年から一般信用が導入され、また2013年には証拠金に関する規制緩和によって、受け渡し前の担保の再利用が可能になった。

## レバレッジを掛けられる短期取引が増えているのは一部か

### デリバティブ市場の意義

株価指数先物取引のうち、年金資金等が含まれる信託銀行や投信等の売買は、四半期末等のタイミングで増える傾向がある。株式保有や銘柄を入れ替える取引へのヘッジ需要があるとみられる。また、年金等の大口投資家が主にパッシブ運用を行う際、自らの取引が株価にインパクトを与えないように、デリバティブを活用している。例えば、資産構成の見直しやリバランスのために株式保有を増やしたい場合、一度に買うと株価が上がってしまう可能性がある。このため、先物を買って建てるおき、徐々に現物に置き換えていく取引 (EFP: Exchange For Physical) 等が挙げられる。デリバティブ市場全般に言えることだが、リスクを取引する市場であることから、投機的な取引による市場の流動性の供給は必要であり、個人の参加は先物市場に流動性を供給していることになる。

個人投資家にとっても、デリバティブは原資産と組み合わせたヘッジ等で活用する余地は大きい。保有株の下落リスクに備えた売りヘッジや、ポジティブなニュースが出た場合の「持たざるリスク」に備えた買いヘッジ等の利用の仕方がある。また、先物は現物株より取引できる時間が長く、現物株が取引されない時間に公表されたニュースやイベントに対応可能である。仮想通貨取引が話題になったのは、その急激な価格上昇が主な要因だろうが、24 時間取引可能な点は、これまでの投資対象との違いとして挙げられる。

### 取引短期化と資産形成

保有期間が短い株式の取引には、企業経営の短期志向化を招く可能性への批判がある。確かに、長期的に見れば、現物株市場における個人の売買代金回転率は上昇トレンドである。つまり、保有期間の短期化が進んでいることになるが、本稿で指摘したように、少数の投資家の売買代金が膨らんでいるとみられることから、個人投資家の多数において保有期間が短期化しているとは限らない。個人投資家の保有期間を評価するには注意が必要だろう。長期的に企業経営にコミットし、インフラ整備や環境問題に対する長期資金を供給する役割は、年金、保険、投信等の機関投資家が担うことが期待され、そのためにスチュワードシップ・コード等が整備されてきたと考えられる。

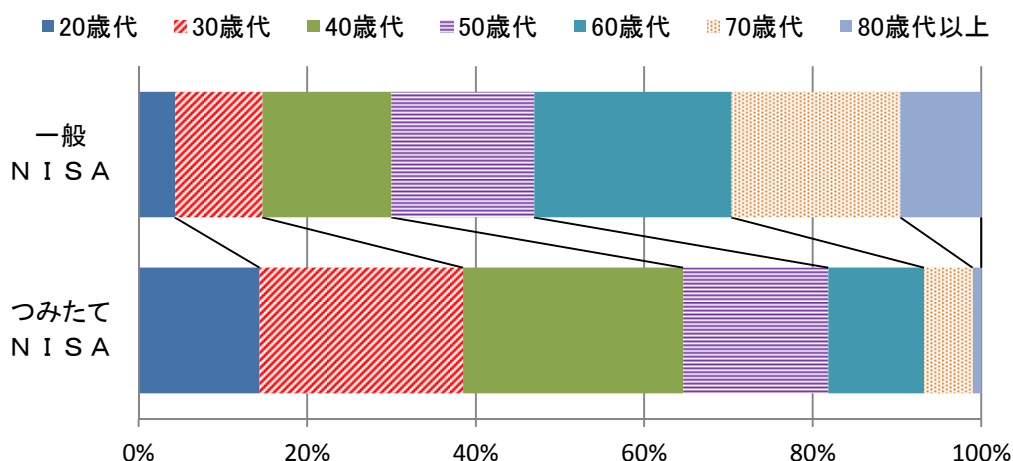
家計の資産形成という観点での短期取引は、売買頻度が増えてコストが増え、リスクの低減はしにくくなり、一般に長期の資産形成には向いていない。しかし、バブル崩壊以降、株価は長期的に一定のレンジでボラタイルに推移するという経験は、そうした短期取引を正当化したと考えられる。資産形成に向けた株式の長期保有を促すためには株価の上昇が求められるが、2010 年代以降は、トレンドとして株価が上昇するようになり、長期保有への不安は低減しているはずである。また、配当の増加によって、配当込みの株価指数は大きく上昇している。2018 年 1 月末の TOPIX は、最高値の 6 割強の水準に上昇したが、同時点の配当込み TOPIX は、ピークの 9 割強まで回復した。各種の NISA、iDeCo (個人型確定拠出年金) といった制度も整備され、

徐々に長期保有を促しやすい環境が整ってきたと考えられよう。

現物株式の短期取引を抑制する政策を取ったとしても、収益機会があれば、デリバティブや証拠金取引にシフトするだけだろう。市場環境が安定するためには、多様な投資家の参加が望ましい。例えば、ドルコスト平均法を実践する資金が増えて、株価下落時は相対的に大きく買い越し、株価上昇時は小幅な買い越しか、売却するようになれば、自然とボラティリティが低下するのではないだろうか。複利効果を得て安定した投資リターンが得られるのは10年、20年といった先の話であり、そのための必要な積立投資の副次的効果として、ボラティリティ抑制を期待するという考えである。

積立投資として期待されるつみたてNISAは、2018年3月末時点の口座数が50.7万口座となった<sup>3</sup>。同時点の口座数は、ジュニアNISAが27.0万、iDeCoが85.4万であることを踏まえれば、順調な滑り出しと言えるだろう。つみたてNISA口座開設者の傾向について、金融庁は、「一般NISAと比べ、つみたてNISAは20代～40代による口座開設の割合が多い」、「つみたてNISAの新規口座開設者と、一般NISA（非稼働）からの切替を合計すると、約8割」としている（図表7）。さらに、「つみたてNISAの開始を契機に、新たに投資を行う層が広がりつつある」と、前向きな評価をしている。相対的に若く、新たに投資を行い始めた口座開設者の数は、信用取引やレバレッジ型ETFへ投資している投資家数に近い可能性もある。

図表7 2018年3月末時点の世代別口座数の構成比



(出所) 金融庁より大和総研作成

すでにETFを除く公募株式投信に占める毎月分配型投信の比率は低下傾向で、ピークであった2011年後半ごろの7割程度から、直近は4割程度に低下した。一方で、インデックス型やバランス型が増加しており、投信に期待されてきた長期的な資産形成に向けた資金の流入が増え始めている可能性がある。つみたてNISAの普及はこうしたトレンドをさらに推し進めていくと考えられる。

<sup>3</sup> <https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20180702-1.html>

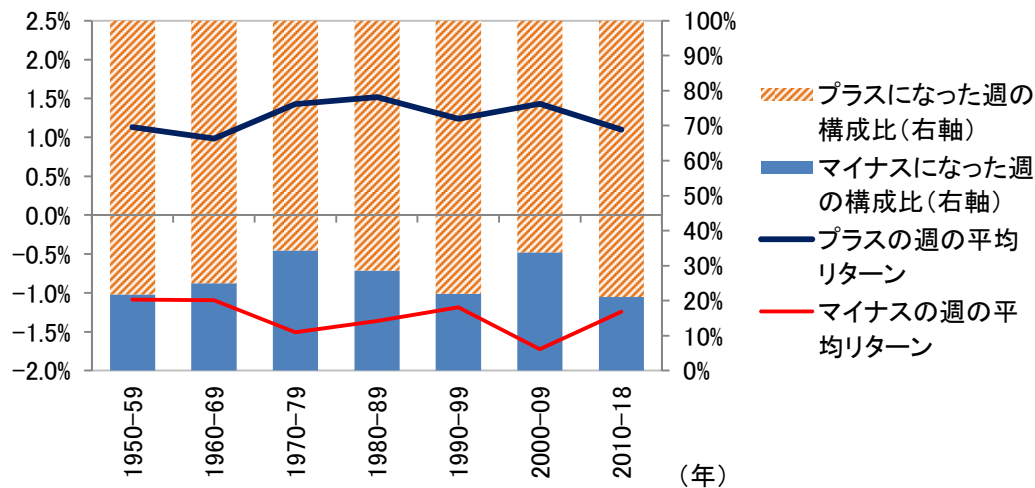
短期のレバレッジ取引は、資産形成には望ましいとは限らないが、先物等のデリバティブ市場が持つ機能はさらに発展させて、同時に家計の長期の資産形成を促すべきだと考えられる。様々なスタイルと投資期間の投資家が存在することで、市場の多様性が増し、安定につながることから、レバレッジ取引と長期の積立投資は、共に増えていくことが望ましいだろう。

－ 以 上 －

## 【補論】米国の株価騰落率の年代別平均

本論で1950年代以降の日本の株価騰落率を概観した。同様に米国の株式市場の動向を確認すると、1970年代後半に「株式の死」と呼ばれた時期があったが、1970年代は、株価騰落率がマイナスとなった週が相対的に多かったものの、プラスになった週の方が圧倒的に多い。2000年代もマイナスの週が増えたが、ITバブルの崩壊やリーマン・ショック等のイベントにもかかわらず、プラスの週の方が圧倒的に多い。1950年代（1952-59年）に米国の家計金融資産に占める株式の比率は、2割程度であった。2010年代（2010-17年）は3割程度に上昇しているが、家計が株式を直接保有する比率は2割程度で1950年代と変わらず、間接的に保有する部分が1割強増えたことで押し上げられている。

補図表 S&P500の年代別週次リターンの分布



(注) 週平均値の騰落率。週の最終取引日が含まれる日付で年を区切っている。2018年は6月29日まで。

(出所) Bloomberg より大和総研作成