

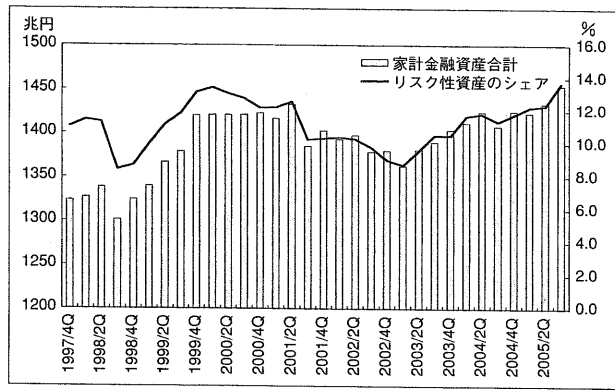
角川総一の 金融 逆さメガネ

前

回は、次のようなアフォーリズム（警句）？で終えた。「データそのものは人を裏切らないが、人をだまそうとする人はデータを使う」といった格言をどこかで聞いた記憶がある」前回の原稿を書いてからほどなくだったと記憶する。新聞紙上にある解説記事を読んでいたら、再びこのアフォーリズムを思い出したのである。きっかけは以下のような内容の解説文だった。「1998年にビッグバンが始まった。この制度改革の中で、企業は不良債権処理にメドを付け始めるとともに、収益が稼げる体質を

教えるか。まず1つは、「家計の金融資産残高の推移とリスク性資産のシェア変動がとも似通った動きを示していること」である。2つ目は「確かに近年リスク性資産の構成シェアが上昇を続けていること」だ。ここではほとんど14%近くまで達している。ところが、同時に気がつくことがある。それは、現在の「14%近く」という実績は初めてではないことだ。2000年第1四半期にもほぼ同じ水準を記録しているのだ。ここで多くの方は「あ、やはり株価の水準が高いときには自動的に（＝）リスク性資産の構成シェアが高くなるのだな」とお気づきになると思う。では、株式・出資金だけに限定すればどうか。「株式・出資金」の残高と、それが全体に占める構成シェアを見て、やはり同じ傾向

図表1 家計金融資産残高とリスク性資産の割合の推移



図表2 家計の株式保有指数は果たしてどの程度上昇したか

時期	家計の株式保有残高 (億円)	TOPIX ポイント	株式保有指数 (A)/(B)
1997/4Q	596,694	1175.03	507.8
1998/1Q	622,432	1251.70	497.3
1998/2Q	610,934	1230.36	496.5
1998/3Q	495,630	1043.57	474.9
1998/4Q	543,123	1086.99	499.7
1999/1Q	672,607	1267.22	530.8
1999/2Q	759,709	1416.20	536.4
1999/3Q	816,195	1506.83	541.7
1999/4Q	917,910	1722.20	533.0
2000/1Q	924,683	1705.94	542.0
2000/2Q	866,004	1591.60	544.1
2000/3Q	822,995	1470.78	559.6
2000/4Q	750,802	1283.67	584.9
2001/1Q	732,435	1277.27	573.4
2001/2Q	764,962	1300.98	588.0
2001/3Q	627,411	1023.42	613.1
2001/4Q	636,174	1032.14	616.4
2002/1Q	650,573	1060.19	613.6
2002/2Q	643,517	1024.89	627.9
2002/3Q	587,534	921.05	637.0
2002/4Q	539,725	843.29	640.0
2003/1Q	515,611	788.00	654.3
2003/2Q	594,763	903.44	658.3
2003/3Q	675,845	1018.80	663.4
2003/4Q	681,055	1043.69	652.5
2004/1Q	808,337	1179.23	685.5
2004/2Q	838,163	1189.60	704.6
2004/3Q	766,524	1102.11	695.5
2004/4Q	792,761	1149.63	689.6
2005/1Q	838,553	1182.18	709.3
2005/2Q	835,818	1177.20	710.0
2005/3Q	956,860	1412.28	677.5

がうかがわれる。なにしろ「リスク性資産」のうち「株式・出資金」が過半を占めるのだから。株式保有量を「実質」のみとむしり減らしてみよう。さて、ここまで来ればやはり「家計における株式のみの保有残高」と「日本株の株価水準」を比較しなければならぬ。図表2にそれを示しておいた。図表2に、ここでは分かりやすいように、時価評価額ベースの株式保有額を、そのときどきの株価平均で割った数字を「株式保有指数」として計算した。さてこの指数の流れから何が見えてくるか。例えば、2004年第3四半期末から1年間の間に、家計の株式保有額は76兆6500億円から95兆6900億円に増加した。増加率は24.8%だ。そしてこの間にTOPIXは1102ポイントから1412ポイントまで28.1%上昇している。そう、この間に家計の株式保有量は減っているの

だ。「株式保有指数」の低下がそれを量的に明らかにしてくれる。そこで、改めてこの「指数」を手がかりに、家計が保有している株式の量を測ってみるとどうか。確かに傾向的には家計の名目上の株式保有額は増加してきているのだが、実質的な保有量は横ばいだと見ることができるとだ。こうしたことは経済データを見る場合に「名目」と「実質」を区別してからならなければならないということを覚えておける。データは大事だ。しかし、そのデータを読む基本が分かっているなければ、とんでもなく間違った結論に導かれることが少なくない。

第42回

名目と実質を区別して考えるべき 家計に占めるリスク資産の割合

個人の資産運用がリスクをとるようになった結果、家計に占めるリスク性資産の割合が10%台に乗ったという。この論理展開、少々おかしくはないか？

資産全体に占めるシェアは10%台に乗ってきた」さて、この時事解説に、ある種の違和感を感じてならないだろうか？ ここで言う「10%」という数字は、読み手に「個人の資産運用も、相当、リスクをとるようなスタイルに変わってきたのだな」と思わせるのにも効果的に働いている。それが果たしてどの程度意図したものは定かではないが。ここで私は「ちよつと待ってくれ」と言いたくなるのである。そもそもこういうデータはすべて（と言っていない）時価評価額ベースで測られたものであることは言うまでもない。であるなら、「残高が全く変わらなくても、時価が上昇すれば時価評価額も上昇するのは当然ではないか」と考えるのが自然だ。

株価水準に左右される 家計のリスク性資産残高

さて、では実際のデータに即して以上の問題を考えてみる。現在我々は、日本銀行が四半期ごとに発表する「資金循環勘定」という統計によって、家計の金融資産の構成を知ることができる。このテーマにおいては多分これが最もオーソライズされているデータだ。この統計をベースにして、1997年第4四半期末以降2005年第3四半期末に至るまでの、家計の金融資産残高と、うちリスク性商品が占めるシェアを描いてみた。図表1がそれを示す。ここでリスク性資産としてカウントしたのは「株式・出資金」「外貨預金」「投資信託」「対外証券投資」の4項目。少し厳密に見れば、「投資信託」の中にはほとんど元本割れのリスクを負っていない公社債型投資信託も含まれている。が、そのあたりはとりあえず「アバウト」にしておく。また「出資金」とは、非公開会社の株式等を指す。多くの場合、親族会社、個人企業等への出資金などがこれに含まれる。さらには「対外証券投資」とは外国株式や外国債券等への直接投資分を示している。さて、このグラフは我々に何を