

近年の証券市場動向と金融資産選択の重要性に関する一考察

A Study of Recent Securities Market Trends and the Importance of
Selecting Financial Assets

長崎県立大学地域創造学部 准教授 壁谷順之

Faculty of Regional Design and Development, University of Nagasaki, Associate professor,
KABEYA, Nobuyuki

概要：近年、我が国の株式市場の盛況ぶりは、日経平均株価や東証株価指数（TOPIX）などの主要指標からも様子がうかがえる。2020年からのコロナ禍で一時的に変動したものの、総じて堅調な推移であると言えよう。また、債券市場（国債）においても、同様に活発な取引が見られる。その一方で、私たち個人の資産運用面では、長引く低金利下で高収益を上げることは難しさを増しており、運用環境の改善が望まれるのは当然のことと考える。さらに、家計金融資産の保有割合も引き続き預貯金中心で、リスク資産へのシフトが課題となっているままである。

そこで、本稿では証券市場の動向を概観し、なぜ私たちの金融資産の保有割合に大きな変化が見られないのかを改めて検討していきたいと考える。そして、特に金融資産選択に対して、どのような対策・取組が必要なのかを1つ1つ考察していきたい。また、NISAをはじめとする近年の政府による投資支援策との現状および課題も整理することが目的である。

Abstract : In recent years, the thriving stock market in Japan can be seen from major indices such as the Nikkei Stock Average and the Tokyo Stock Price Index (TOPIX). Although it temporarily fluctuated due to the corona crisis from 2020, it can be said that overall it is a solid trend. In addition, the bond market (government bonds) is similarly active. On the other hand, in terms of individual asset management, it is becoming increasingly difficult to generate high returns under the prolonged low interest rate environment, and I think it is only natural that an improvement in the investment environment is desired. Furthermore, the percentage of household financial assets held remains mainly deposits and savings, and the shift to risky assets remains an issue.

Therefore, in this paper, I would like to provide an overview of the trends in the securities market and reconsider why there has been no significant change in the proportion of our financial asset holdings. In addition, I would like to consider, one by one, what kind of measures and initiatives are necessary, especially for the selection of financial assets. In addition, the purpose is to sort out the current situation and issues with investment support measures by the government in recent years, including NISA.

1. はじめに

我が国では、長引く低金利環境の下で、預金金利や貸出金利などの運用難が続いている。そのため、資産運用は個人だけでなく金融機関にとっても厳しい状況が続き、将来資産設計や収益環境の改善が余儀なくされている。一方で、証券市場の動向を整理すると、ここ十数年の推移では、リーマン・ショックや東日本大震災などの大規模変化を除いて、株式市場では日経平均株価などのインデックス指標も比較的堅調な様子が見られる。債券市場（国債）においても、同様に活発な取引が見られる。投資信託市場においても、NISAなどの政府による投資支援策の効果等も概観することができる。

しかしながら、家計における金融資産の保有割合は、従前のまま預貯金が6割近くを占め、株式、債券などのリスク資産割合は相変わらず少ない状況が続いており、私たちの老後資金準備への大きな障害となっていることは周知の通りである*¹。私たちは、公的年金に依存しないで自己責任原則によるライフプランニングを推進し、投資や運用への実現が期待される場所である。

金融商品としては、預貯金、リスク資産、保険・年金などがすぐに挙げられるが、生活に関わる広い考え方の中では、自動車や住宅購入なども将来設計で重要な役割を果たしている。このように、厳しい運用環境が続く中では、限られた余裕資金等を充当する際に、どのような金融商品を選択するのかといった決定論も重要であると考えられる。そのためには、金融知識だけでなく、様々な関連分野の専門知識や経験が大きく影響することは明らかである。

そこで、本稿では近年の証券市場の動向を厳選して概観し、金融資産選択の考え方の再検討につなげて論じていくことが目的であ

る。2014年以降、NISAの登場によって、その後のつみたてNISAなど幅広い金融支援策が豊富に存在し、私たちは多くの選択肢から選ぶ重要性が求められていると感じる。実際、NISA口座数の増加などからもその盛況な様子が見えてくる。ところが、家計金融資産の保有割合など、果たして投資が身近なものとなっているのか疑問を感じ得ない場面は多いようにも思われる。そのため、金融資産選択への踏み込んだ検討を改めて1つ1つ実施していく必要があると考える。

本稿は以下の5章構成となっている。第2章では、近年の証券市場の動向を概観する。第3章では、本稿に関連する先行研究を整理し、問題点の整理を行う。第4章では、分析・考察として課題点を列挙し、詳細に見ていく。第5章では、まとめを述べて本稿を閉じる。

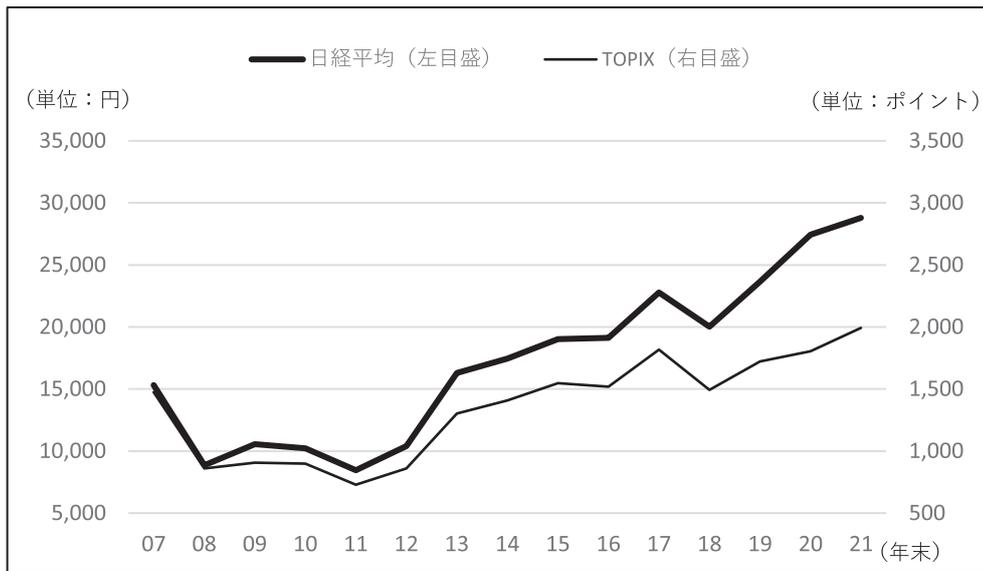
2. 近年の証券市場動向の概要

本稿では、金融資産の選択を中心にみていくために、その前提としてリスク資産の代表商品とも言える株式、債券（国債）、投資信託の主要3商品について、近年の市場動向を概観する。

まず、株式についての市場動向を整理していく。図表1は、2007年から2021年までの15年間の日経平均株価および東証株価指数（TOPIX）の推移を表したものである。この間、リーマン・ショック（2008～9年）や東日本大震災（2011年）をはじめ、アベノミクス（2012～20年）、米中貿易戦争（2018～20年）、ロシアによるウクライナ侵攻（2022年～）など、様々な国内外に関するイベントを境に株価変動の様子がうかがえる。総じて、直近の約15年間では株価は2倍近くに上昇していることが分かり（TOPIXも同様）*²、株式市場のトレンドを確認できる根拠の1つと言える。

次に、2つ目の株式市場の動向データとし

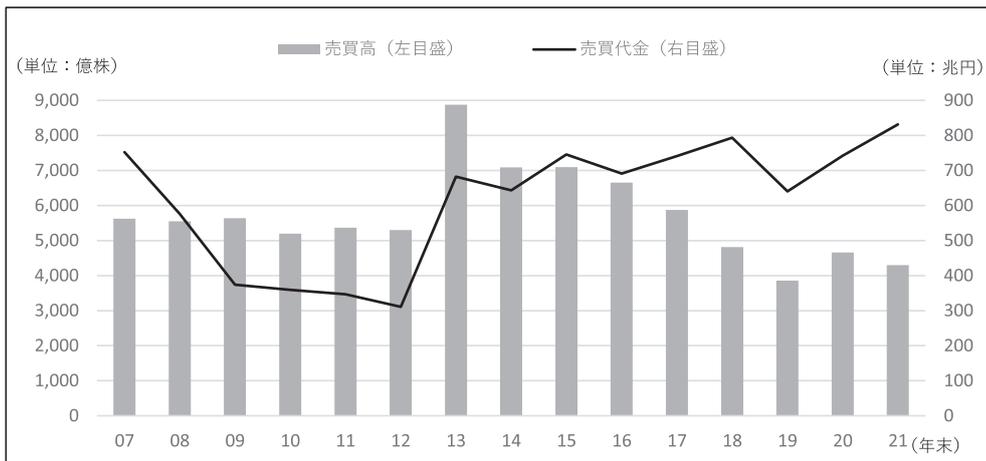
近年の証券市場動向と金融資産選択の重要性に関する一考察



図表1 株式市場の動向① (日経平均・TOPIX)

(注) 各年の年末時点終値。

(出所) 日本証券業協会『FACT BOOK 2022』を基に筆者作成。データ出所はブルームバーグ。



図表2 株式市場の動向② (売買高・売買代金)

(注) 各年の年末時点終値。内国株式の合計 (一部、二部、マザーズ、JASDAQ スタンダード、JASDAQ グローブ、TOKYO PRO Market)。

(出所) 前掲書を基に筆者作成。データ出所は株式会社日本取引所グループ。

て、東証売買高および売買代金について見ていく。図表2は、図表1同様に直近15年間の推移を表したものである。売買高は、2012年までの横ばい傾向から2013年は転じて9,000億株近くまで取引が増加した。なお、この年は市場開設来、最高値となった。また、売買代金については、上下変動が激しく、2023年以降は総じて横ばいあるいは増加傾向にあると判断する。売買代金の過去最高値

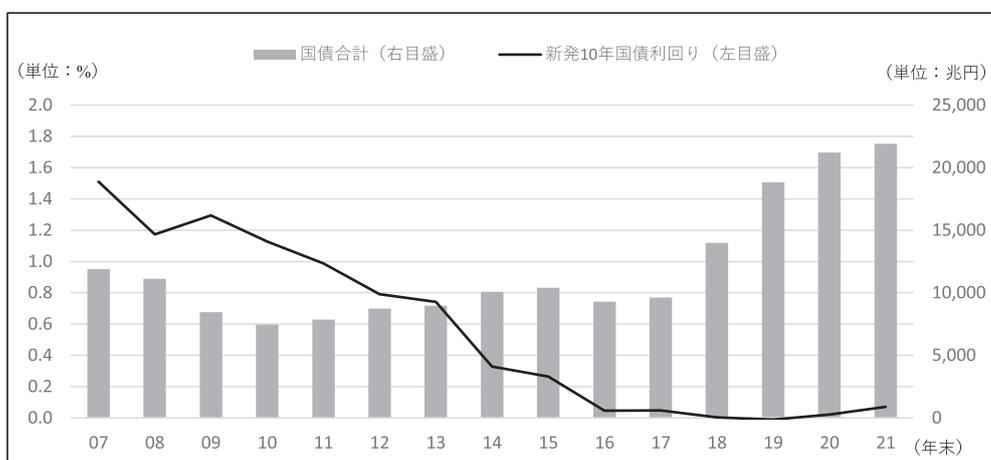
は2021年となった。

この他、株式についての現況として、第1章で記載した家計金融資産の保有割合では、株式・出資金は全体の10.2%に過ぎず (2021年度末)、直近10年間 (2012～2021年度末)の推移を見ても8～11%であり、約1割程度の状況が続いている。株式保有比率を主な投資家別に見ていくと、個人 (16.6%)、金融機関 (15.2%)、事業法人 (20.0%)、外国人

(30.4%) となっており、個人以外の比率が高いウエイトを占めている様子もうかがえる。なお、一般的に株式保有額の変化は、実際の売買によるものか、あるいは価格変動によるものかは一概には判別できないため、例えば株式購入額から売却額を差し引いたネットの購入額等による見方も存在する*³。いずれにせよ、株式市場の動向としては、近年は比較的堅調な推移が見られると言っても過言ではないと推測する。マイナス金利政策導入以降、国内外での資金の振替先の1つに株式や債券が選択されていることは明らかであり、今後

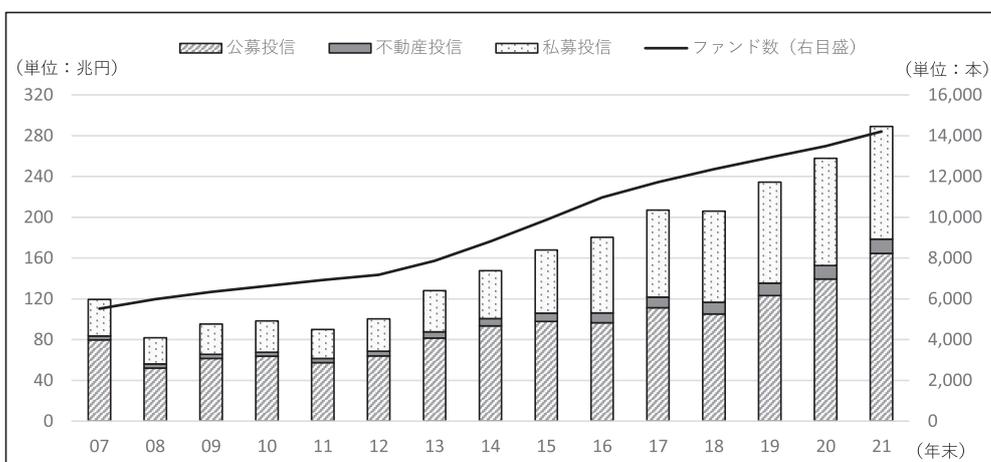
も現状程度の傾向が続くことも予想される。

2つ目の金融商品は、債券（国債）についてである。図表3は、2007年から2021年までの15年間の店頭売買高および新発10年国債利回りの推移を表したものである。国債の店頭売買高は、比較的安定的な推移を示していたが、2018年以降は大幅増加して2021年末には21,904兆円にまで膨れ上がっている（2017年末比、約2.27倍）。特に、社会保障費の増大やコロナ禍による財政支出などが背景にある。また、新発10年国債利回りは、年々低下傾向にあり、特にマイナス金利政策導入



図表3 債券（国債）市場の動向（店頭売買高・利回り）

(注) 各年の年末時点終値。店頭売買高は合計値（短期国債、中・長・超長期国債、その他）。2018年5月以降については、国債決済期間の短縮（T+1）化に伴い導入された銘柄後決めGCレポート取引における国債バスケット取引を追加。
(出所) 前掲書を基に筆者作成。データ出所は日本銀行、ブルームバーグ、日本証券業協会。



図表4 投資信託市場の動向（純資産額・ファンド数）

(注) 各年の年末時点終値。ファンド数は合計値（公募投信、不動産投信、私募投信）。
(出所) 前掲書を基に筆者作成。データ出所は一般社団法人投資信託協会。

以降は0.1%を下回っている。2019年末には-0.011%と0%を下回る記録的な水準も見られた。直近では再びプラスに転じているものの、今後もまだ国債投資が進むと低利回り状況が続く可能性があると思われる。

そして、3つ目の金融商品は、投資信託についてである。図表4は、2007年から2021年までの15年間の投信種類別の純資産額およびファンド数の推移を表したものである。投資信託の市場規模を表す際には、一般的に純資産額を使用することが多く、主な種類ごとに見ていくと最大規模は公募投信で、その他の私募投信^{*4}や不動産投信も年々増加傾向にある様子がうかがえる。また、ファンド数についても飛躍的に増加しており、直近の2021年末には14,206本となっている（2007年末比、約2.57倍）。公募投信のうち、株式投信と公社債投信の比率は9対1で、さらに株式投信のうち、単位型と追加型（ETFを除く）の比率は圧倒的に追加型が占めている。また、ETFも近年は日銀による異次元緩和政策（買いオペ）や投資資金流入の影響などもあって飛躍的に増大しており、株式投信全体に占める割合も約40%を超えるレベルに到達している（いずれの数値とも純資産額ベース）^{*5}。なお、株式投信はNISAの投資対象商品であり、家計における金融資産の保有割合に占める投信受益証券の割合は4.5%（2021年度末）とそれ程に高くはないものの、年々少しずつ増加傾向にあることも見逃せないと考える^{*6}。

3. 先行研究および問題意識

前章では、近年の経済環境および投資状況を時系列で端的に概観してきた。金融商品ごとに一様ではないものの、株式や投資信託は概ね堅調な推移を示していることが理解できたと考える。本稿では、問題点を整理するにあたって、本稿テーマや範囲が広範に渡るた

め、これらを絞り込むためにも先行研究を厳選していく必要がある。例えば、資産運用やNISA活用などに関連する書籍やSNS等は非常に多く存在している。また、投資のテクニカル分析的なものも同様である。そこで、これらの膨大な先行研究を整理するのは当然ながら困難であるため、ここでは本稿に関連するものとして以下の4点に限定して列挙するに留めたい。

まず、金融資産選択に関する研究として、山下（2011）、塚原（2015）、村上・西村（2015）などが挙げられる。山下（2011）は、リーマン・ショックやサブプライム・ローン問題などを経て金融イノベーションの急速な進化によって複雑・多様化した金融商品の中から、投資者が従来に増して高度かつ多大な商品知識・専門性が必要となった点に着目している。特に、金融規制緩和による市場の変化や金融危機のインパクトが、金融資産選択に与えた影響として、株式・株式投資信託や債券・公社債投資信託などの商品カテゴリー別に日米での実証分析を実施している^{*7}。その結果の一例として、日本では株式・株式投資信託等のリスク資産は時代効果・年齢効果および世代効果の3効果が大きく影響している点や、金融資産選択行動に関しては日米で差異が見られ、米国ではリスク資産の商品種類によってもコウホート別の所持パターンが異なっている点を明らかにしている。

塚原（2015）は、我が国の家計の金融資産構成で欧米と比較してリスク資産比率が低いことに着目し、フローである金融資産の需要に影響を与える要因について、マクロデータを用いて実証分析を行っている。その結果、株価収益率は株式需要に負の影響を与え、株価の上昇に対して株式需要を下落させる逆バリとなったと説明している。また、投資信託需要については、株価収益率や株価ボラティリティは正の影響を与え、株式需要とは別の

性質を持っていることを明らかにしている。これらの結果から、リスク資産の保有が少ない要因は、価格変動の影響よりも構造的な要因が大きいとし、NISA等の政策を踏まえて投資への理解を深めるような取り組みを今後も続ける必要性を主張している。

村上・西村(2015)は、確定拠出年金(企業型)の企業の金融資産メニュー採択行動について、10数社を訪問してヒアリング調査を実施した。その中で、商品類型として国内外の株式、債券などをアクティブ型・パッシブ型等の詳細に分けて調査実施している。サンプル数が多くないため統計分析には至っていないものの、金融資産メニューの採択においてメインバンク・系列企業の意向を反映させたり、デフォルト商品採択の問題が存在したりするなど、加入者(従業員)以外の主体利益を考慮した企業行動が少なからず存在することが判明したと説明している。近年でこそ、確定拠出年金ではガバナンス等に基づいた企業行動などが明文化されているが^{*8}、従来は企業が提供する金融資産メニューの現状と課題がほとんど明らかになっておらず、その要因分析を行う上での契機として世間に伝える意義は大きかったと考えられる。

また、数多く存在する資産運用や投資解説書の書籍の中で、田村(2021)は基本的な考え方からテクニカル・応用的なものまで網羅し、様々なデータを用いて学術的にも根拠を説明している。その中で、株式や投資信託の資産選択において、世界経済では長期的な経済成長よりも株価上昇ピッチが大きい点に着目している。すなわち、企業の稼いだ付加価値のうち、従業員に向かう部分(労働分配率)が下がり、株主に向かう部分(資本分配率)が高くなる傾向が続いていると述べ、近年の株価上昇が経済成長を上回るピッチでの大きな要因の一つと説明している。そして、この状態がしばらく続くと仮定した場合、企業の

付加価値を従業員として受けるだけでなく、株主として受けられる国内外に幅広く分散された株式投資信託商品を資産保有するルートも重要だと主張している。

以上を基にして、本稿の問題意識を以下の2点に集約することができる。

第1に、日本の家計の金融資産状況を鑑み、リスク資産の選択における専門的な知識・データの活用や解釈をどのように実施すべきなのかという点である。長期分散投資の考え方や「老後資金2,000万円問題」など、私たちの実生活を取り巻く重要な課題の中で、リスク資産ヘシフトするための動機付け支援となる様々なデータを有効的に利用・促進することが難しいと感じており、そのための取り組み対策を検討すべきと考えている。

第2に、低金利環境の下で、リスク資産の保有・運用が困難な場合の、代替的な対策としてどう検討していくべきなのかという点である。実際、本稿の第2章で取り上げた現状データはほんの一部に過ぎず、詳細な分析ではもっと掘り下げて見ていく必要がある。しかしながら、プロでもなかなか思うように利殖実現が難しいと思われる現代社会において、投資経験等の少ない広く一般社会人にとって、身近に感じられるNISAやiDeCoといった投資支援策の活用も果たして思惑通りに進展しているのか疑問を禁じ得ない。

こうした問題意識を基に、第4章では論点を絞って考察していくことにする。

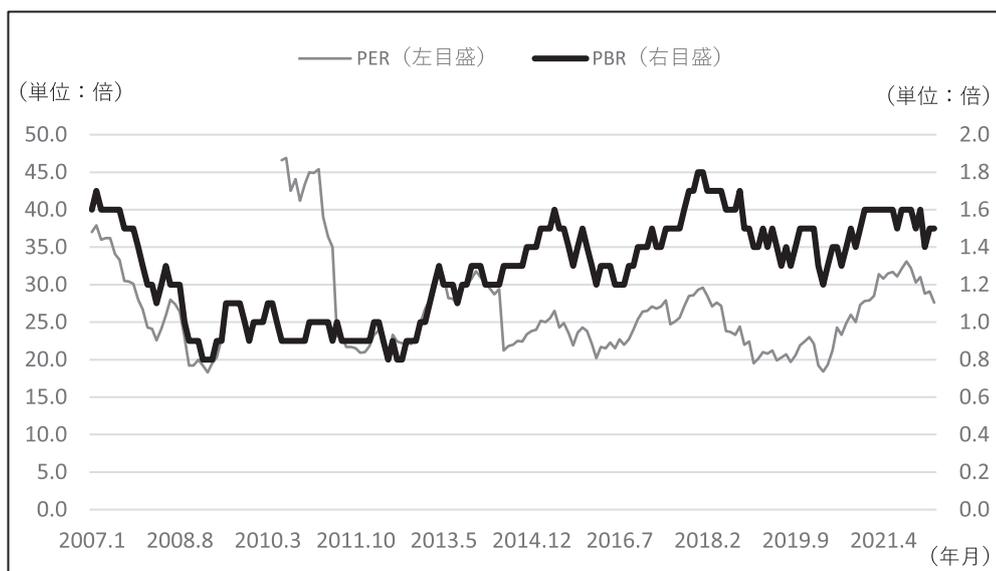
4. 分析・考察

前章までにおいて、近年の主要な金融商品に関わるデータ概要と本稿の問題意識を中心にまとめてきた。先行研究では、本稿に関連するテーマだけでも相当に多く存在することから、厳選して一定の見解を集約できたと考える。本章では、問題意識の分析・考察として、以下の3点を中心に整理していきたい。

1つ目は、株式投資の際の銘柄選定である。NISAの投資対象となっている上場株式や株式投資信託等は、典型的なリスク商品として周知の通りである。特に、上場株式への投資は家計の金融資産保有状況を見ても明らかのように日本では低推移が続いている。しかしながら、第2章で見てきたように、主要指標等から株式市場動向は堅調な推移であり、個人投資家の活発化が課題であると考えられる。そこで、上場株式投資の際の銘柄選定は重要な要素であり、プロでも様々なデータを駆使しても予想通りにはいかないため、投資知識・経験の少ない人たちにはなおさらである。個別銘柄選定の際、投資家が頻繁に着目する指標がPER（株価収益率）とPBR（株価純資産倍率）の2指標である^{*9}。図表5は、東証一部上場企業の2指標の月次データ推移を示したものである^{*10}。

一般的に、PBRは企業のB/Sにおける純資産をベースにした指標であり、PBRの値が1倍を割り込むと割安と表現され、超えると割高と表現される。純資産は残余財産とも呼ばれ、企業が解散する際の株主分配権を意

味している（残余財産分配請求権）。近年の推移では、2011年近辺以降、1.0倍を境に横ばい傾向が続いている様子がうかがえる。図表5のデータは、東証一部上場を使用しているため、平均的にPBRが1.0倍を下回る企業が理論上は約半数存在することを意味している。それはすなわち、東証一部上場企業の約半数くらいは割安感があるため、投資対象になるのかということ、必ずしもそうではない。その主たる解釈として、1つには企業はゴーイング・コンサーンを前提としているため、資産価値や解散段階をベースにしたPBRは果たして最適指標なのかという考え方である。一方、企業活動の最たる目的である利潤追求をベースにしたPERは、現状の企業価値を反映して株価形成されていると解釈し、投資家は2指標のうちPBRよりもPERを重視する傾向が中心となってきている。もう1つのPBRの注意点は、日本企業と欧米諸外国企業との相違点にある。一般的に、日本企業のROE（株主資本利益率）は、欧米諸外国企業と比較して低い傾向にある^{*11}。そして、PBR、PER、ROEの関係性を表したも



図表5 PERおよびPBRの推移

(注) 各年の月次データ（月末時点終値）。東証第一部の平均値（単体総合・単純）。
2009年データは、1株当たり当期純利益合計が負の値となったため、空白としている。
(出所) 前掲書を基に筆者作成。データ出所は株式会社日本取引所グループ。

$$\begin{array}{c}
 \boxed{\text{PBR}} = \frac{\boxed{\text{株価}}}{\boxed{\text{1株当たりの自己資本(純資産)}}} = \frac{\boxed{\text{株価}}}{\boxed{\text{1株当たりの純利益}}} \times \frac{\boxed{\text{1株当たりの純利益}}}{\boxed{\text{1株当たりの自己資本(純資産)}}} \\
 \phantom{\boxed{\text{PBR}}} \\
 \phantom{\boxed{\text{PBR}}} \phantom{\boxed{\text{PER}}} \phantom{\boxed{\text{ROE}}}
 \end{array}$$

図表6 PBR、PERおよびROEの関係式

(出所) ニッセイアセットマネジメント株式会社ホームページを基に筆者作成。

のが図表6の関係式である。実際、日本企業は一般的にROEが低下傾向にあるため、仮にPERが高くてもPBRが低くなってしまう可能性があるからである。

そのため、現状では銘柄選定の参考指標としてPERが重視される傾向にあり、図表5によると、PERの推移は2013年頃までは約25倍前後で推移し、その後は約30～40倍で推移していることが分かる。先程のPBRと同様、割高・割安を考慮しながら投資判断する材料となるが、PERはPBRと異なり1.0倍を基準とはしておらず、15倍や20倍などが目安と考えられている（文献等で諸説あり）。この点は、投資家にとっては悩ましいポイントであり、割安だから投資対象として効果的との判断は一概には言えないと考える。いずれにせよ、PERとPBRの2指標は参考データに過ぎず、投資判断の決定打とするには踏み込んだ考察や経験が必要である点を付記しておきたい。

2つ目は、NISAの投資対象の少なさである。現在、NISA制度は、一般NISA、ジュニアNISA、つみたてNISAの3種類存在している。これらの投資対象商品は、上場株式や株式投資信託などが主なものであり、預貯金をはじめ公社債や外貨商品などは除外されている。制度設計上、NISAでは投資対象を

限定している理由や考え方は様々あると推測できるが、我が国ではリスク商品への投資が依然として極端に低い傾向にあるため、NISA活用の効果検証が限定的であると懸念される。すなわち、近年のNISA口座（一般NISAの場合、120万円まで非課税）の飛躍的増加に対し、実際の利用状況が果たして上限一杯に到達しているかという点である。こうした検証は今後も行われると思うが、私たちが政府支援策を有効的に利用していくためにも、投資対象商品の拡大など制度設計を見直す必要性も指摘したい。

3つ目は、金融機関や資産運用の専門家等への相談である。NISA等の加入・変更手続きは、銀行やゆうちょ銀行などの他、証券会社など幅広い窓口で相談が可能である。これらの金融機関窓口では、当然ながら手続きだけでなく自社商品の購入などを勧められる可能性があるため、気軽な質問や相談などの際にはファイナンシャル・プランナー（FP）などの専門家を利用することも選択肢の一つに挙げられる。実際、筆者が携わっている一般向け資産運用相談会などでは、誰に相談すれば良いか手段・方法が分からないという声を頻繁に聞くことが多い。この点は、せっかく専門家への有料相談を決意したとしても、果たして相談者側のニーズに沿うアプローチ

にたどり着けないでしまう可能性も否定できない。そこで、相談者たちはどのようにして自分たちの疑問・課題のアドバイスに寄り添える専門家を探すことが可能なのか、非常に簡単そうで厄介な現状と課題だと感じる。その解決策の一例として、例えば筆者が関わっている日本FP協会では、HP内に地域別・分野別の専門家検索サイトを用意している。同協会の登録会員のうち、一定要件を満たした専門家が任意で情報をあらかじめ登録し、利用者がそこにたどり着くシステムである*¹²。こうした利用ツールは、私たちの身の回りに存在する膨大な情報量のうちの氷山の一角に過ぎず、知名度や認知度の低さはやむを得ない印象がある。私たちは満ちあふれた情報量の中から、選択と集中も求められるため、結果として投資促進への足かせになっている懸念も否定できないのである。

5. おわりに

本稿では、近年の投資環境に関するデータ整理と、それに伴う金融資産選択の重要性について論じてきた。研究の問題意識作成に当たっては、筆者が投資そのものや投資相談実務などを体験しながら感じる面も多々含まれている。そこで、先行研究で指摘されているような詳細な実証分析に基づく資産選択ではなく、株式などのリスク資産への投資が進まない現状と課題を中心に整理してきた。本稿作成の結果、研究意義は以下の2点に集約する。第1に、我が国の家計の資産保有状況は、資産運用や投資の難しさが示しているようになかなか改善傾向が見られないことである。第2に、NISAやiDeCoといった政府による投資支援策や、PER・PBRなどの様々なデータ・参考指標は、私たちの身の回りに十分過ぎる程に存在しているにも関わらず、それを活かす場が難しい点である。こうした結論については、資産運用のプロだけでなく、知

識・経験の少ない人たちにとっても共通の課題であるように実感する。情報や選択肢の充実は、果たして私たちにとって与えられた恵まれた環境と言えるのであろうか。むしろ、新たな問題意識も登場するようである。

最後に、今後の課題として、いくつか簡単に整理しながら幕を閉じる。2022年より、iDeCo制度の大幅改正が実施され、従来よりもさらに利用促進が期待されることになった。また、2024年からは新たなNISA制度が開始される予定であり（金融庁ホームページ等を参照）、今後の展開に注目すべきである。近年は、景気回復や投資環境の改善傾向によって、私たちは一見すると投資がしやすい状況にあるように感じるが、現実の足元では個人投資家のリスク資産の保有状況は横ばいが続いている。それは、長引く低金利状況も背景にあり、私たち自身が景況感を実感できず、投資環境が依然として厳しいと言わざるを得ない。加えて、コロナ禍による生活上の変化や就労スタイルの多様化なども、金融資産保有に少なからず影響を及ぼしているのかも知れない。金融資産選択の課題は、一朝一夕の解決策ではなく、むしろ今の状況では例えリスク資産への投資が上手くいったとしても大幅な利殖に結び付く程の成果が得られるのかどうかは判断が難しい。こういった状況下では、その代替案として自動車ローンや住宅ローンなどを利用した生活資産購入や金・ダイヤモンドなどの実物資産保有の方が、低金利メリットや価格上昇期待による効果を楽しめるのかも知れない。そして、金利上昇局面になってから私たちは積極的な利殖行動に切り替えるのも一案と考える。そのためにも、日頃より資産運用や経済動向に関心を持ち、知識・経験の養成を怠ることなく取り組んで、投資判断のタイミングを図っていく努力をし続けることが何より重要だと実感している。

注

- *1 直近データ（2021年度末）によると、現金・預金（54.3%）、株式・出資金・債券・投信受益証券（16.0%）、保険・年金準備金（26.9%）、その他（2.8%）となっている。現金・預金比率は、直近10年間（2012～2021年度末）で微増傾向が続いている。
- *2 実際のデータを記載すると、日経平均株価は15,307円（2007年）から28,791円（2021年）へ上昇し、TOPIXは1,475ポイント（2007年）から1,992ポイント（2021年）へ上昇した。
- *3 ネット購入額データとして、日本銀行『資金循環統計』の取引表がある。これらを使用したものとして、塚原（2015）、小清水（2006）などが挙げられる。
- *4 私募投信とは、投資信託の設定当初から特定の機関投資家または49名以下の少数投資家に販売することを目的とした投資信託のことである（野村証券株式会社ホームページより引用）。
- *5 直近の2021年末データの詳細は、公募投信全体で約164兆円あり、内訳は株式投信約150兆円（割合91.2%）、公社債投信約14兆円（同8.8%）、MMFは2017年末以降ゼロとなっている。株式投信約150兆円の内訳は、単位型0.5兆円（割合0.3%）、追加型（ETFを除く：同58.0%）、ETF（同41.6%）となっている（データ出所は一般社団法人投資信託協会ホームページ）。
- *6 NISAの買付額ベースによるデータの詳細は、上場株式10.6兆円、投資信託13.7兆円（ETF、REITを除く）となっており、投資信託の方が上場株式を上回る状況がしばらく続いている（データ出所は金融庁ホームページ）。
- *7 山下（2011）で使用された実証分析手法は、ベイズ型コウホートモデルである。同書によると、コウホート（世代）分析では、複数時点の継続的調査の結果を世代という視点で有機的に結び付け、家計の世帯主年齢・世代、調査時点の時代という3要因による効果を分離し、それぞれの要因が金融資産選択や金融資産種類への選好の変化（マインド変化）に及ぼす影響の大きさを比較・考察することが可能になる。また、将来的な金融商品市場動向の予測にある程度適用できると説明している。
- *8 例えば、その一例として企業年金連合会は2021年10月に、『企業型確定拠出年金ガバナンスハンドブック』を作成・公表している。その中で、「運用の方法（商品）」の選定及び提示」という項目があり、加入者等が真に必要なものに限って運用の方法が選定されるよう、運営管理機関（銀行等）と労使が十分に協議・検討を行って運用の方法を選定し、また定期的に見直していく必要があると説明している。
- *9 PERとPBRの定義式などについては、野村証券株式会社ホームページなどを参照。
- *10 2022年より東証は、プライム、スタンダード、グロースの3市場に再編されている。ここでの月次データは、比較簡便化のために2021年までのものを使用している。
- *11 経済産業省「サステナブルな企業価値創造のための長期経営・長期投資に資する対話研究会（SX研究会）報告書」、P.16によると、2010～2021年の地域別ROE推移は、日本約5～8%、米国約10～20%、欧州約5～15%となっている。
- *12 日本FP協会の専門家検索サイトの趣旨について補足する。同協会はNPO法人であり、特定の業者・専門家等を仲介・あっせんすることは目的に反するため、あくまでも利用者が自らサイトにたどり着いて検索・利用を意図している。また、同サイト

内に掲載されている専門家等は、資産運用だけでなく年金、保険、相続など様々な分野にまたがっていることが多いため、総合的な相談も可能である。ただし、利用者の相談内容に沿うかどうかは、原則として自己責任の考え方に従うので留意する必要がある。

引用・参考文献

- [1] 一般社団法人投資信託協会ホームページ
<https://www.toushin.or.jp/> (2023年3月現在)。
- [2] 株式会社日本取引所グループホームページ
<https://www.jpx.co.jp/> (2023年3月現在)。
- [3] 企業年金連合会ホームページ
<https://www.pfa.or.jp/> (2023年3月現在)。
- [4] 金融庁ホームページ
<https://www.fsa.go.jp/> (2023年3月現在)。
- [5] 経済産業省ホームページ
<https://www.meti.go.jp/> (2023年3月現在)。
- [6] 小清水世津子 (2006) 「資金循環統計からみた日本経済の動き」『立法と調査』、256。
- [7] 田村正之 (2021) 『人生100年時代の年金・イデコ・NISA 戦略』、日本経済新聞出版社。
- [8] 塚原一郎 (2015) 「株価変動が家計の資産選択行動に及ぼす影響」、吉野直行・亀田啓悟・中東雅樹・中田真佐男編『日本経済の課題と針路 — 経済政策の理論・実証分析 —』、慶應義塾大学出版会、第13章所収、pp.255-269。
- [9] ニッセイアセットマネジメント株式会社ホームページ
<https://www.nam.co.jp/> (2023年3月現在)。
- [10] 日本銀行ホームページ
<https://www.boj.or.jp/> (2023年3月現在)。
- [11] 日本証券業協会ホームページ
<https://www.jsda.or.jp/> (2023年3月現在)。
- [12] 野村證券株式会社ホームページ
<https://www.nomura.co.jp/> (2023年3月現在)。
- [13] ブルームバーグホームページ
<https://www.bloomberg.co.jp/> (2023年3月現在)。
- [14] 村上恵子・西村佳子 (2015) 「企業型確定拠出年金は誰のものか — 企業の金融資産メニュー採択の現場から —」『県立広島大学経営情報学部論集』、第7号、pp.111-118。
- [15] 山下貴子 (2011) 『金融行動のダイナミクス — 少子高齢化と流通革命 —』、千倉書房。