

「家計の長期投資を考える」

電力株と電力債への投資を例にして

平成 17 年 6 月 15 日

若園智明

(日本証券経済研究所)

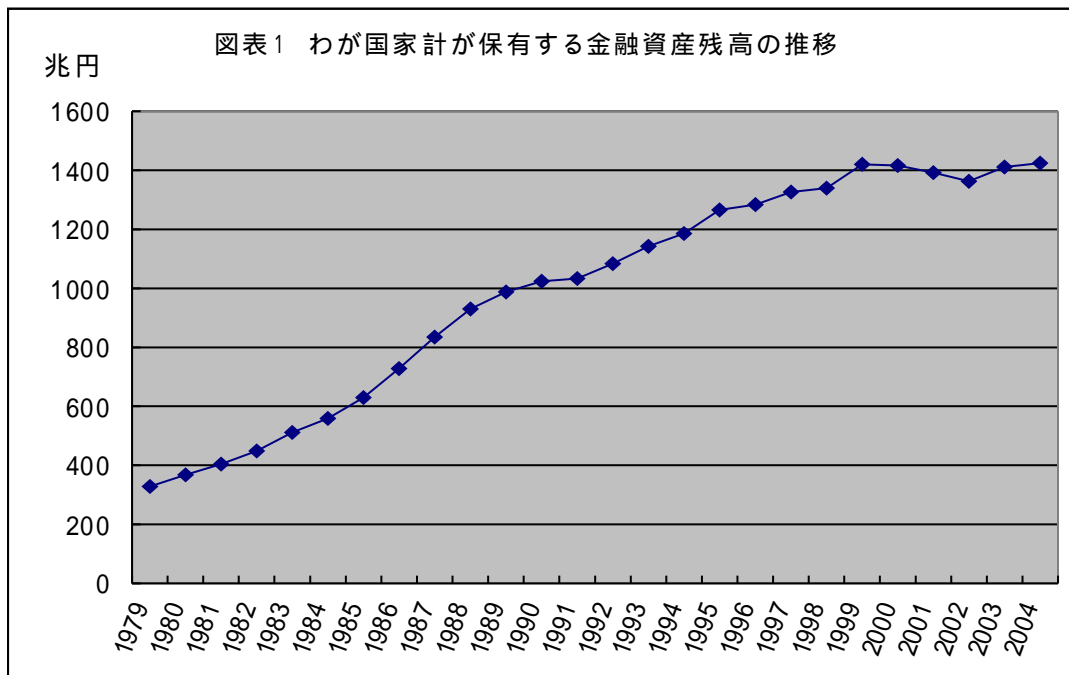
「家計の長期投資を考える」

電力株と電力債への投資を例にして

日本証券経済研究所
研究員 若園智明

はじめに

1998年6月の「金融システム改革法」等による、いわゆる「日本版ビックバン」によって、わが国の金融システムは市場型への転換が図られた。この日本版ビックバン構想の背景には、わが国家計が保有する金融資産残高の積み上げがある（図表1参照）。家計が保有する巨額のマネーを、資本市場を経由することで、効率的にわが国経済の成長資金へと活用することが主要な目的の1つとして挙げられていた。日本版ビックバンを受け、2001年8月に金融庁が公表した『証券市場の構造改革プログラム』では、家計による証券投資を更に活発化させる目的で、個人投資家の証券市場への信頼回復のためのインフラ整備、個人投資家にとって親しみやすい投資信託の実現、個人投資家によるリスク・キャピタル供給のための税制改革、投資家教育、の4つのポイントが重点項目として挙げられている。現在は国策として、わが国家計の金融行動を「貯蓄から投資への転換」に導く途上にあると言えよう。



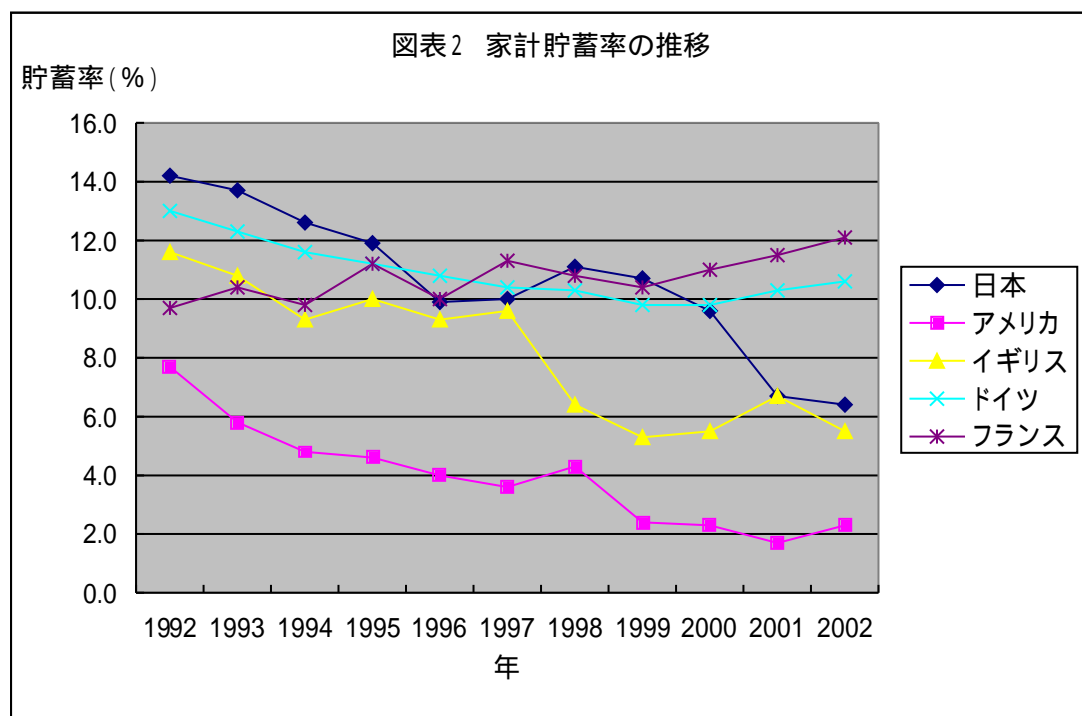
出所：日本銀行『資金循環勘定』から作成。

今月のトピックスでは、わが国家計の金融行動の現状を把握するとともに、家計にとっての長期投資の重要性を指摘し、更に家計による長期の証券投資としてポピュラーな電力株への投資を一例として取り上げ、電力債への投資と比較しながら過去のパフォーマンスを検討する。

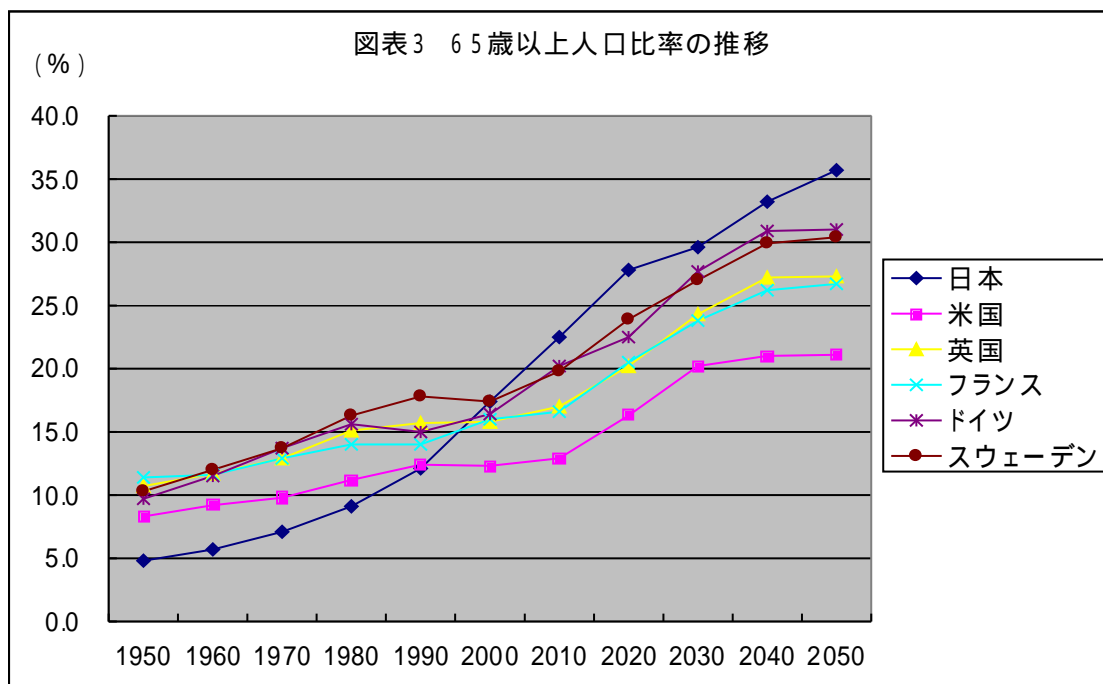
1 家計の金融行動の現状

(1) 貯蓄率の低下と高齢化の進展

上の図表1で見たように、わが国家計が保有する金融資産は順調に積み上がっている。このような金融資産の蓄積は、これまでのわが国家計の貯蓄率の高さによるものであった。しかしながら図表2から明らかなように、近年、わが国家計の貯蓄率は急速に低下している。わが国家計の貯蓄率が低下した要因の1つとして、高齢化の進展が挙げられる(図表3参照)。家計の生涯の貯蓄行動(消費行動の裏返し)を表すライフ・サイクル仮説が説明するように、引退期に入った家計は、年金受給では賅えない老後の生活費の補填に使用するため、保有する金融資産を取り崩していると考えられる。



出所: 内閣府『国民経済計算年報』より作成。



出所) World Population Prospects: The 2000 Revision and World Urbanization Prospects: Population Division of the Department of Economic and Social Affairs of the United Nations Secretariat (<http://www.unpopulation.org>)より作成。
 注) 2000年までは実績値、以降は中位推計。

このような高齢化の進展は単に貯蓄率の低下要因となるだけでなく、家計の貯蓄目的自体にも影響を与えている。図表4はわが国家計による貯蓄目的の推移を表しているが、明らかに近年、「老後の生活資金」を貯蓄目的として選択する家計が増えている。わが国家計の行動をフロー面である貯蓄行動から見ると、全体的には貯蓄率を低下させながら、高齢化の進展に合わせて行動目的の重心を推移させていると言えよう。

図表4 貯蓄目的の変化 (%) (3項目までの複数回答)

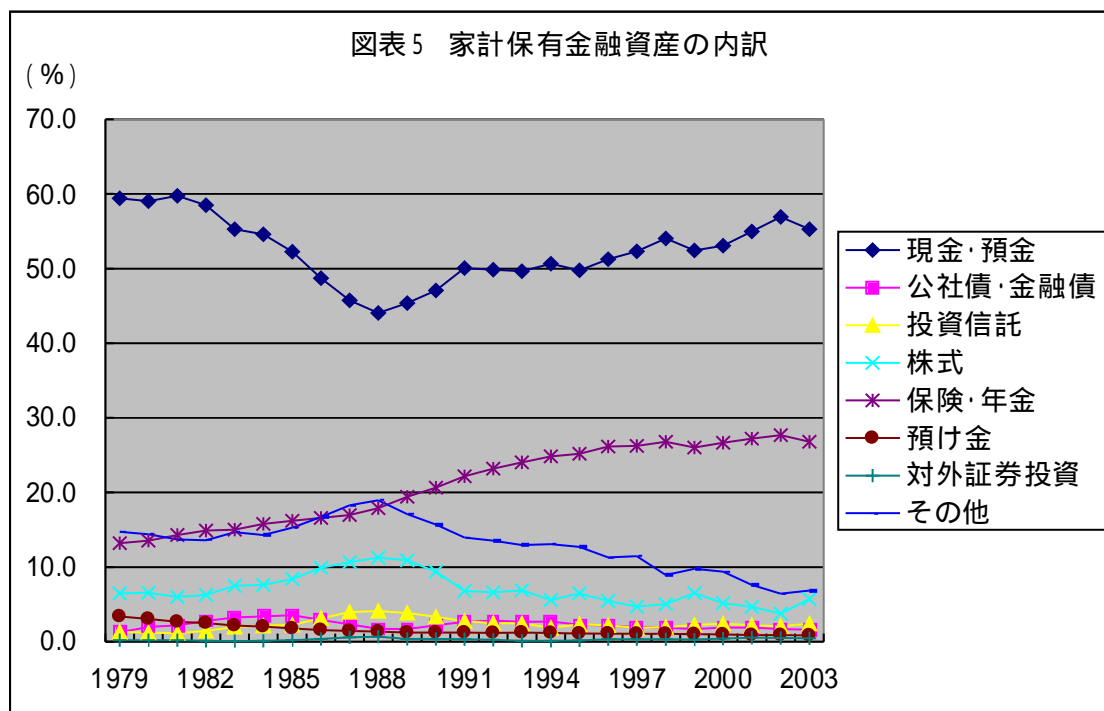
貯蓄目的	2003年	1993年	増減
病気や不時の災害への備え	73.3	70.9	+2.4
こどもの教育資金	31.2	35.8	-4.6
こどもの結婚資金	9.2	16.4	-7.2
住宅の取得または増改築などの資金	18.0	19.1	-1.1
老後の生活資金	60.4	50.1	+10.3
耐久消費財の購入資金	11.3	10.1	+1.2
旅行、レジャーの資金	12.0	12.5	-0.5
納税資金	5.6	3.5	+2.1
遺産として子孫に残す	3.9	3.6	+0.3
とくに目的はないが、貯蓄していれば安心	25.4	23.5	+1.9
その他	1.4	1.9	-0.5

出所: 金融広報中央委員会『金融資産に関する世論調査』より作成。

(2) 金融資産の選択行動

ではストック面からのアプローチとして、わが国家計が保有する金融資産の内訳を見てみよう。図表5は日本銀行『資金循環勘定』のデータをもとに、時系列で各種金融資産が全体に占める比率の推移を表している。「現金・預金」が占める比率の高さ、「投資信託」や「株式」の占める比率の低さは、多少の波があるものの、大きな変化が無いように見える。日本版ビックバン構想の背景には、家計が保有する金融資産の効率的な活用があると述べたが、家計が保有するマネーを証券市場へ直接導入する試みは道半ばであると言わざるを得ない。継続する超低金利と2005年4月より全面的に解禁となったペイオフによって、家計の金融資産選択行動に変化が起こる兆しはあるものの、国内からの成長資金の源泉を目的とした「貯蓄から投資への転換」が達成されるには、相当の時間が掛かるであろう。

一方で、「保険・年金」の占める比率が一貫して増加傾向にあることは注目される。データの詳細は不明であるが、図表4と合わせて考えてみると、わが国家計の金融資産選択行動も、高齢化に合わせて変化していると思われる。



出所：日本銀行『資金循環勘定』から作成。

(3) 証券への長期投資の有効性

高齢化の進展下で、わが国家計の金融行動は、貯蓄率の低下（フロー面）と金融資産選択行動（ストック面）で変化が見られる。図表6は、家計に対して老後の生活について問うたアンケート調査（金融広報中央委員会『金融資産に関する世論調査』）の結果であるが、老後の生活について「心配である」家計の比率は増加傾向にあることが読み取れる。同調査は「心配である」理由についても尋ねているが、家計が老後に向けての貯蓄が十分に行われていないと認識していることが、老後の生活への不安感の主たる要因となっている。図表3からも明らかなように、わが国家計の高齢化は今後も進展することが予想され、老後の生活を目的とする資産形成は、更に重要となろう。特に、現在の20歳代から40歳代の家計にとっては、長期的な重要課題である。

図表6 老後の生活についての考え方(%)

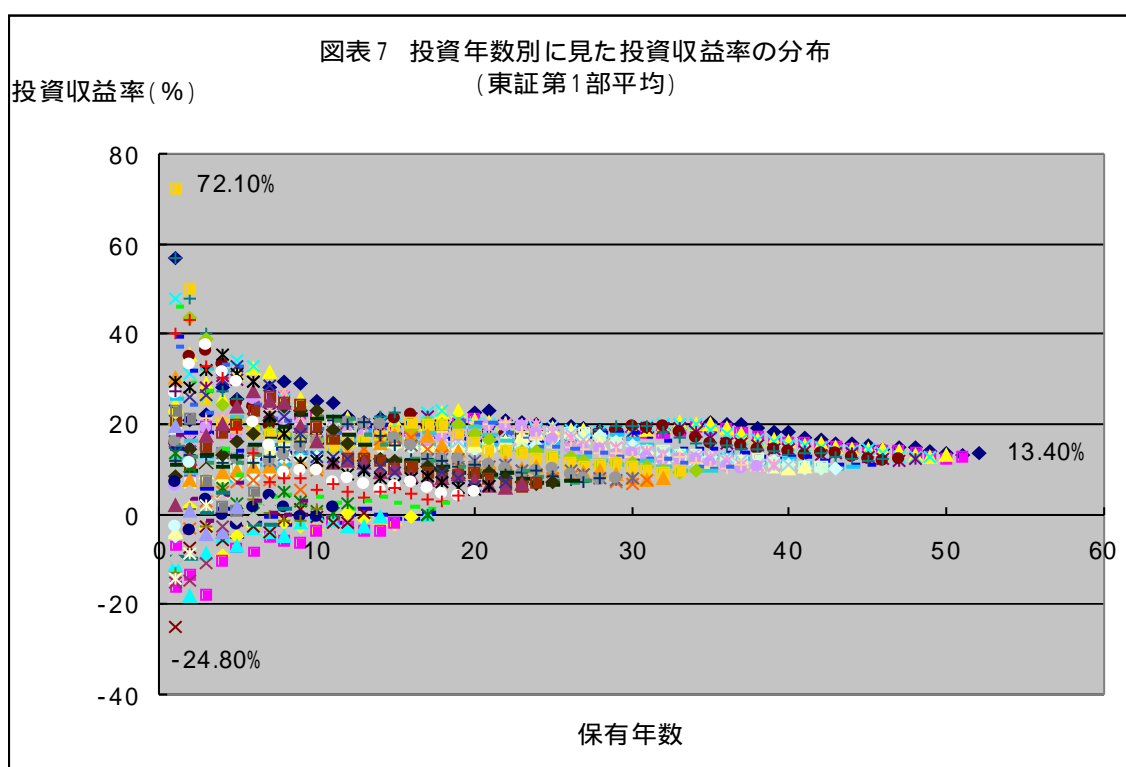
	心配していない	心配である
(世帯主年齢60歳未満の世帯)		
1997	20.4	78.8
1998	14.3	85.5
1999	15.8	84.1
2000	15.0	84.7
2001	15.3	84.3
2002	12.6	86.6
2003	11.3	87.9
(全世帯)		
1997	25.0	74.3
1998	18.7	81.2
1999	21.7	78.2
2000	20.6	79.1
2001	21.5	78.1
2002	20.4	79.0
2003	15.9	83.3

出所：金融広報中央委員会『金融資産に関する世論調査』より作成。

日本証券経済研究所は、東証第1部・2部上場銘柄を対象に株式投資収益率を毎年計測している¹。この計測の中で、十分に分散したポートフォリオを長期間保有した場合の収益率も算出している。株式投資収益率の計測によると、東証第1部上場銘柄に関して1985年に投資を開始し、2004年までの19年間ポートフォリオを保有した場合の平均年次投資収益率は4.2%(単利)との結果が出ている(この間の消費者物価の上昇率は平均で約0.8%)。

¹ 日本証券経済研究所が計測する株式投資収益率とは、株式投資から得られる収益の投資額に対する比率である。収益には配当や値上がり益(値下がり損)の他、株主割当増資によって得られる利益などが含まれる。株主優待による利益は含まれていない。また、税金、手数料などのコストは考慮していない。日本証券経済研究所のホームページ上で『株式投資収益率2004年』の概要を公開している。
(<http://www.jsri.or.jp/web/publish/returns/2004/index.html>)

図表7は、長期投資の効果を表しているが、東証第1部上場銘柄を約17年間以上に渡って保有した場合(2004年に売却と仮定)どの年から投資を開始してもポートフォリオの収益率はプラスとなっている(0.4%~22.5%:単利)。25歳から株式投資を開始し65歳(定年年齢)までの40年間株式投資を継続したと仮定すると、ポートフォリオを保有した時期で異なるが、40年間の保有(1963年に購入2004年に売却)で最低でも10.1%、最高で18.2%の平均年次収益率(単利)が得られたことになる(過去35年間の消費者物価の上昇率は平均で約3.6%)。これらは過去のデータをもとに算出した結果であるが、特に若い世代の家計にとって、老後の生活に備えた資産形成として十分に分散されたポートフォリオを長期間保有するならば、図表5では低迷しているものの、株式や株式を組み込んだ投資信託は老後の生活費を目的とした証券投資の対象として有効であると言える。



出所:日本証券経済研究所『証券レビュー』第45巻,第5号.

2 電力株への長期投資 - 電力債と比較して -

(1) 個人投資家の趣向

日本証券業協会が2004年秋に国内で実施した「個人投資家グループ・インタビュー」では、証券投資の経験の有無などで差があるものの、長期投資を考えた場合、電力株などの安定的に高配当を出す株式銘柄に注目する個人投資家が目立った²。また、日本インベスターズ・リレーションズ協議会が2004年12月に個人投資家を対象に行った調査によると、株式への長期投資の対象業種としては「電力・ガス」を挙げる割合が最も高い(図表8参照)。更に、長期間保有したい企業を見ると、電力業からは東京電力(2位)、関西電力(5位)、中部電力(20位)が上位に挙げられている。積極的にキャピタル・ゲインは狙わず、安定的にインカム・ゲインを期待して株式投資を行う個人投資家には、長期間に渡り株主となることが期待出来る。証券市場への家計の参加促進を考える場合、企業の配当政策は長期的な安定株主作りにとって重要な要因となろう。特に2005年に入り、企業買収への備えとして配当政策を見直し、安定的な個人株主を重視する企業が増加している。

次に、配当重視の銘柄の代表として電力業9社(東京電力・中部電力・関西電力・中国電力・北陸電力・東北電力・四国電力・九州電力・北海道電力)(沖縄電力を除く)を挙げ、これまでの投資収益率の推移について観察してみよう。

図表8 長期保有したい、注目したい業種

	業種	回答率
1	電力・ガス	40.9%
2	自動車	31.2%
3	医薬品	28.8%
4	金融・保険	25.9%
5	通信	24.8%
6	情報システム・ソフトウェア	20.8%
7	食品・飲料	20.6%
8	家電	20.3%
9	電子部品・半導体	20.1%
10	運輸	19.5%

出所：日本インベスターズ・リレーションズ協議会
「News Release」2005年4月26日号。

注：複数回答。

² 「個人投資家グループ・インタビュー」は、日本証券業協会会長の諮問による研究会「個人投資家を考える会」の活動の一環として実施された。2004年11月から12月にかけて、東京、大阪、金沢、高松の4都市において、延べ約100人の個人投資家(投資経験有無、性別によりクラス分け)を対象に行っている。

図表9 長期保有したい、注目したい企業

順位	企業名	回答件数
1	トヨタ自動車	319
2	東京電力	211
3	ソニー	174
4	武田薬品工業	139
5	関西電力	90
6	松下電器産業	80
7	新日本製鉄	74
8	日本電信電話	70
9	キャノン	69
10	シャープ	62

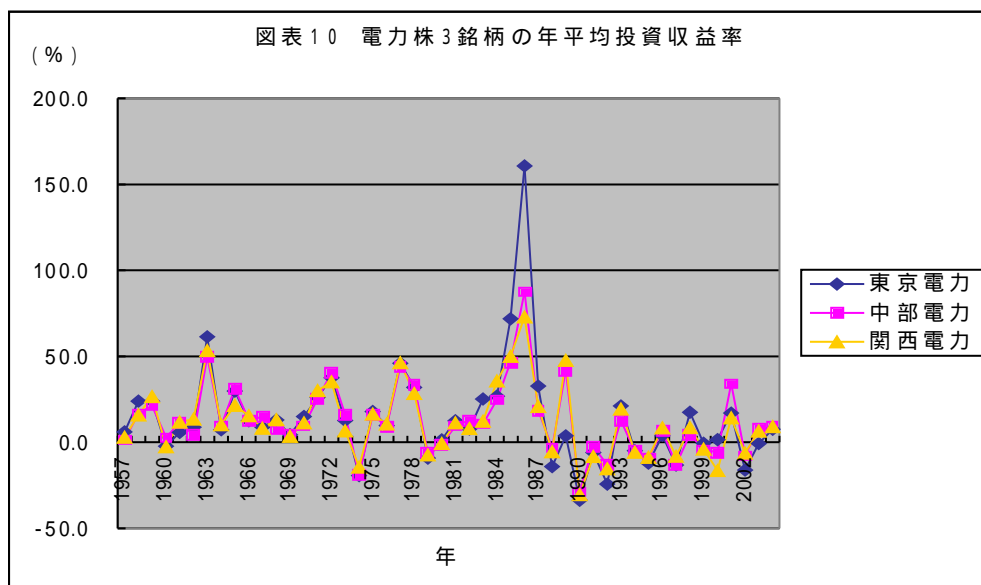
出所：日本インベスターズ・リレーションズ協議会

「News Release, 2005年4月26日号」

注：総回答者数は1091件。WEB上では
上位29社まで掲示している。

(2) 電力株と電力債

図表10は、電力業銘柄の中から東京電力、中部電力、関西電力の3銘柄を取り上げ、それぞれの平均年次株式投資収益率（単利）の推移を表している。図表には載せていないが、中国電力、北陸電力、東北電力、四国電力、九州電力、北海道電力についても、株式投資収益率の推移は同様な傾向である³。



出所：日本証券経済研究所『株式投資収益率』より作成。

³ 電力債の平均利回り（単利）の算出は、償還までの保有を前提とし、各電力債の最終利回りを各年について平均して算出した。税金、手数料などのコストは考慮していない。

図表11 電力株と電力債の平均投資収益率の比較

	47年間投資 (1957年 ~ 2004年)			25年間投資 (1979年 ~ 2004年)		
	電力株 投資収益率	電力株 配当利回り	電力債 平均利回り	電力株 投資収益率	電力株 配当利回り	電力債 平均利回り
東京電力	13.7%	5.0%	7.0%	10.7%	2.6%	6.2%
中部電力	12.3%	5.2%	6.9%	8.8%	2.9%	6.1%
関西電力	11.9%	5.0%	6.8%	8.0%	2.8%	6.1%
中国電力	12.1%	5.4%	6.9%	8.0%	3.2%	6.1%
北陸電力	11.4%	5.6%	6.9%	7.8%	3.1%	6.3%
東北電力	12.4%	5.7%	7.1%	8.4%	3.2%	6.6%
四国電力	12.7%	5.4%	6.8%	8.1%	3.1%	6.0%
九州電力	11.9%	5.5%	6.9%	8.2%	3.2%	6.2%
北海道電力	11.8%	5.6%	6.9%	8.3%	3.2%	6.1%

出所: 日本証券経済研究所『株式投資収益率』、日本証券業協会『公社債便覧』より作成。

図表11は電力業9銘柄について、株式と電力債へ継続的に投資をした場合の平均年次収益率等を表している。投資期間として過去47年間(1957年~2004年)と25年間(1979年~2004年)の2期間を比較しているが、これら9銘柄間に大きな差は見られない⁴。比較対象としてトヨタ自動車と松下電器産業を選び、同期間について投資収益率と配当利回りを計算してみた。トヨタ自動車の投資収益率(単利)は、平均で20.7%(47年間)、11.7%(25年間)、配当利回りは平均で、2.2%(47年間)、1.1%(25年間)であった。松下電器産業の投資収益率(単利)は平均で、16.5%(47年間)、8.3%(25年間)、配当利回りは平均で、1.9%(47年間)、0.8%(25年間)であった。トヨタ自動車や松下電器産業はわが国を代表する企業と呼べるが、これら2社と比較して、インカム・ゲインを重視した場合に、電力業9銘柄の株式への投資はこれまで十分に魅力的な投資であったと言えるだろう。また、電力債への投資は、すべての銘柄で両期間ともに配当利回りを上回り、投資収益率を下回っていた。リスクとリターンの関係から見ると、投資家の危険回避度に合わせて選択することが可能な投資先であり、電力株や電力債は長期投資の選択肢として有効であったとも言えよう。

ちなみに、複利の考え方にに基づき(元利を再投資)、各年の株式投資収益率(単利)を用いて継続的に47年間の長期投資を行ったと仮定すると、最初に投資した元金が東京電力株では136.2倍、中部電力株では126.9倍、関西電力株では106.9倍、中国電力株では127.5倍、北陸電力株では96.9倍、東北電力株では132.3倍、四国電力株では166.6倍、九州電力株では115.8倍、北海道電力株では111.9倍となる。また電力株と比較するために、算出した各年の電力債利回り(単利)を用いて、電力株と同様に単純に複利の概念に基づいて同期間を継続的に投資したと仮定すると、元金が東京電力債では25.1倍、中部電力債では

⁴ 日本証券経済研究所が計測する『株式投資収益率』では、東証第1部上場銘柄の株式投資収益率を1952年から算出している。47年間の投資期間の設定は、算出に用いた電力債のデータについて、利用可能であった期間に合わせたためである。

24.2 倍、関西電力債では 23.7 倍、中国電力債では 23.9 倍、北陸電力債では 24.9 倍、東北電力債では 27.0 倍、四国電力債では 23.5 倍、九州電力債では 24.1 倍、北海道電力債では 24.3 倍となる。実際にこのような投資手法は電力債では困難であるが、電力株と電力債を例に挙げて試算をしてみると、優良証券銘柄への長期間の投資は非常に有効な資産形成の手段と成りうると言えよう。

3 まとめ

国策として「貯蓄から投資への転換」が掲げられ、わが国家計が保有するマネーを証券投資へ向ける試みが続いている。今月のトピックスでは特に社会的な問題ともなっている高齢化を考慮して、わが国家計の金融行動を貯蓄行動（フロー面）と金融資産選択行動（ストック面）とに分け、現状を把握した。高齢化の進展下で、わが国家計の金融行動は変化しつつあると言えよう。このような高齢化は、今後更に進むことが予想されており老後の生活を考えた資産形成の重要性は高まるであろう。特に若い世代の家計にとって、証券への長期投資がもたらす効用は大きいと思われる。日本証券経済研究所が計測する株式投資収益率を用いて考えると、株式への長期投資は有効であることが解る。

更に、個人投資家へのインタビュー結果等をもとに、安定的な高配当銘柄の代表として電力株を例として挙げ、電力業 9 社の株式投資収益を 47 年間と 25 年間の 2 期間について観察した。電力債への投資と比較しながら過去の投資について検討した結果、証券への長期投資が資産形成にとって非常に有用であることが示された。今月のトピックスで行った試算は単純化のために複数の仮定を入れており、また、将来の投資を予想するものではない。しかしながら、高齢化の進展を考慮すると、長期間に渡る優良な証券への投資はわが国家計にとって有効であり、今後、更に重要性が増すものと思われる。