

2011年9月15日 全8頁

# 家計の流動性預金増加の背景を探る

資本市場調査部  
土屋 貴裕

## 将来消費の備えと手頃な利回りを得られる投資対象の不足

### [要約]

- 2000年代前半から、家計を中心に流動性預金が増えている。定額郵貯の集中満期や個人向け国債の満期償還を迎えて、流動性預金はさらに増える傾向にある。
- 過去の家計金融資産を、定期性預金の残高増減や債券売買等からみると、わずかな金利変化にも反応していた様子が見られる。
- 金融債の発行が順次停止されるにつれて、家計が保有する円建て債券のほとんどは国債となった。個人向け社債や地方債等の発行も限定的であり、家計の金融資産は、投信等に向かっているものの、主に海外の債券やREITなど、インカムゲインを求める傾向と考えられる。
- 投資先の不足、将来消費への備えという、二重の意味で、流動性預金に資金が滞留している可能性が考えられる。
- 受け皿となるべき円建て債券等、高めのインカムゲインを得られる資産クラスが不足していると言えるのではないだろうか。東日本大震災の復興資金調達を含め、国債よりも高いインカムゲインが得られる債券、あるいはこういった債券をリパッケージした投信等に資金運用ニーズがあるのではないか。

### 流動性預金の増加傾向

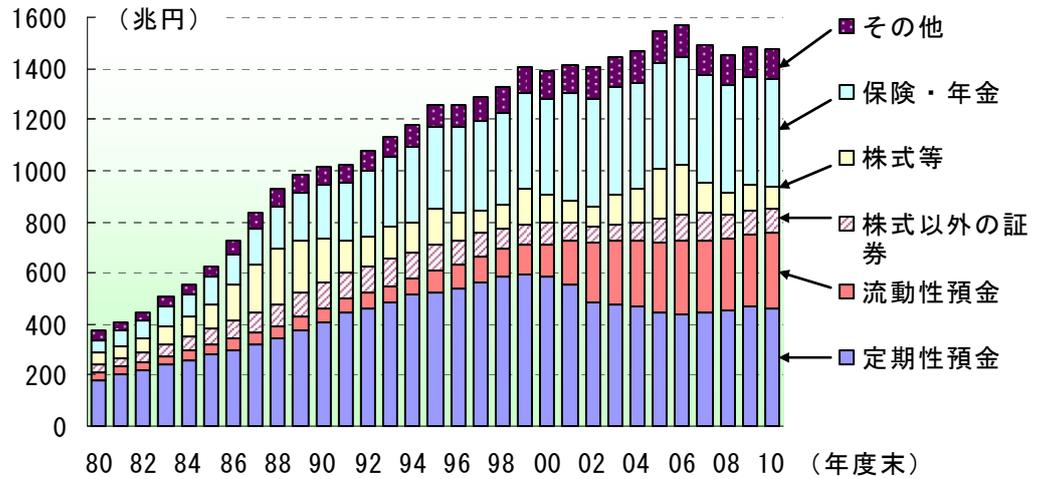
流動性預金は、トレンドも、足もとでも増加

家計金融資産の残高の推移をみると、2000年代の前半から、流動性預金の増加傾向が目立つ(図表1)。長期的な傾向のみならず、足もとにおいても、定額郵貯の集中満期<sup>1</sup>、個人向け国債(固定5年物)の満期償還を迎え始めたこと、東日本大震災による消費の抑制等、によって流動性預金の増加傾向は続いている。

本稿では、こうした流動性預金の行方を探るにあたり、過去の預金増減動向等を確認していきたい。金額階層別の預金残高増減、公社債の保有・売買動向等を見ていく。なお、企業の預金においても流動性預金の増加傾向がみられるが、本稿では預金の大部分を占めることから、家計金融資産を対象とした。

<sup>1</sup> 定額郵貯集中満期の途中経過については、土屋貴裕「定額郵貯集中満期の経過と今後」(2011/6/16)参照。

**図表 1 家計金融資産残高（年度末）**



(出所) 日本銀行より大和総研作成

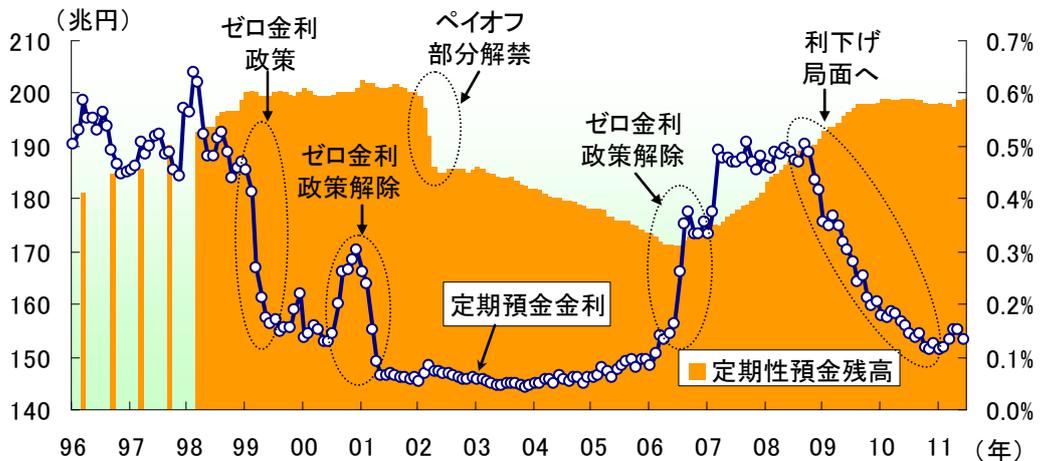
**預金残高や金利にまつわるイベント**

ここ 10 年ほどの預金にまつわる主な政策イベントを振り返ると（図表 2）、1999 年 2 月のゼロ金利政策導入、2000 年 8 月に一度ゼロ金利政策を解除した後、2001 年に量的緩和政策が導入された。その後は、ペイオフの部分解禁（2002 年 4 月）、ペイオフの全面解禁（2005 年 4 月）、日銀の量的緩和解除（2006 年 3 月）、同ゼロ金利解除（利上げ、2006 年 7 月）等が挙げられるだろう。

リーマン・ショック以降では、2008 年 10 月から 12 月にかけて、日銀は再び利下げし、2010 年 10 月には「包括金融緩和」政策を採用して、「実質ゼロ金利」を謳ったことも合わせて明示しておきたい。

預金にまつわる、その他のイベントとしては、2000～01 年度は定額貯金の集中満期、2003 年 2 月の個人向け国債の募集開始等が挙げられる。

**図表 2 定期預金の残高と定期預金金利**



(注) 定期預金金利は新規受入分の総合、定期性預金残高は個人分。1997 年 3 月以前は半期調査を接続しているため、データは連続しない。

(出所) 日本銀行より大和総研作成

## 金額階層別預金

過去の預金残高の推移を、年度半期末の国内銀行の預金について、金額階層別に要求払い預金と定期性預金に分けてみていく（図表3）。1億円未満の預金が大部分であることから、金額の階層は1億円未満としている。政策イベントとしては、①ペイオフの部分解禁と、②ゼロ金利解除のタイミングを指摘したい。

## ペイオフ部分解禁時の資金シフト

①のペイオフ部分解禁のタイミング（2002年4月1日）では、1,000万円を超える定期性預金から、預金保険による全面保護の対象であった要求払い預金へのシフトが生じた様子が見られる。要求払預金のうち、1,000万円を超える層で預金増加が顕著だった。

## ゼロ金利解除時の反応

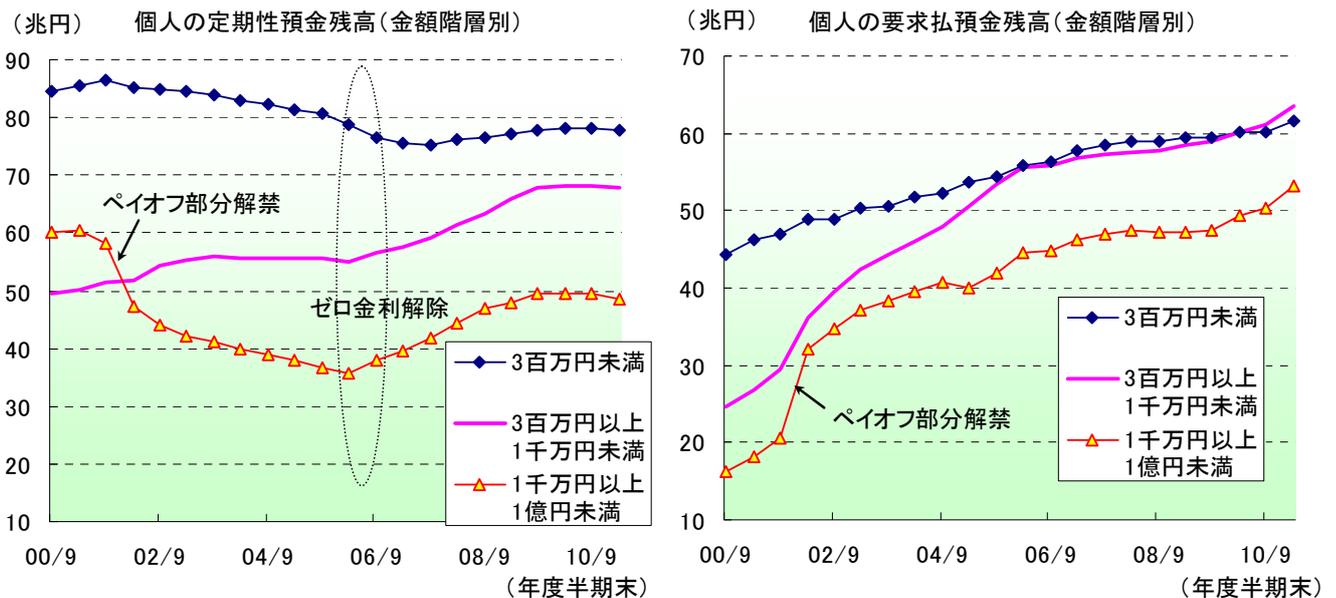
②の日銀がゼロ金利を解除して0.25%の利上げに踏み切った後（2006年7月）、定期性預金は高額預金を中心に残高の減少が止まり、300万円以上の預金を中心に増加に転じた様子が見られた（図表3左）。要求払い預金については、300万円以上の預金において、増加ペースがやや鈍化したようにも見受けられるが、利上げの影響は明確ではない（図表3右）。

## 金利感応度は高額預金で高めか

ゼロ金利解除を挟んだ時期として、2005年と07年の年平均預金金利を比較すると（前掲図表2）、新規受入分の定期預金金利は、総合で0.377%上昇している（0.079%→0.456%）。同金利は、1998年平均が0.517%だったことから、概ね10年振りの金利水準に上昇したとも言えよう。日銀の利上げ幅（0.25%）に沿った上昇幅と言えようが、日銀の利上げ1回の0.25%の限界的な変化にもかかわらず、定期性預金の明確な残高増につながった。個人預金の金利感応度を相対的にみれば、高額預金を中心に高く、少額預金において低い可能性が考えられよう。

リーマン・ショック以降は、再び金利水準が低下し、2009年9月ないしは2010年3月末をピークとして、小幅ながら定期性預金の残高が減少した。他方の要求払い預金は増加している様子である。

図表3 金額階層別個人預金の残高推移



（注）年度半期末の金額階層別残高。1億円以上の預金の残高は表示していない。2011年3月末における1億円以上の預金の構成は、要求払い預金の3%、定期性預金1%。

（出所）日本銀行より大和総研作成

## 債券市場等における家計の反応

### 債券市場における個人

預金よりも金利変化の頻度が大きい公社債市場においても、金利水準に左右されるという、類似した傾向が観察できる。

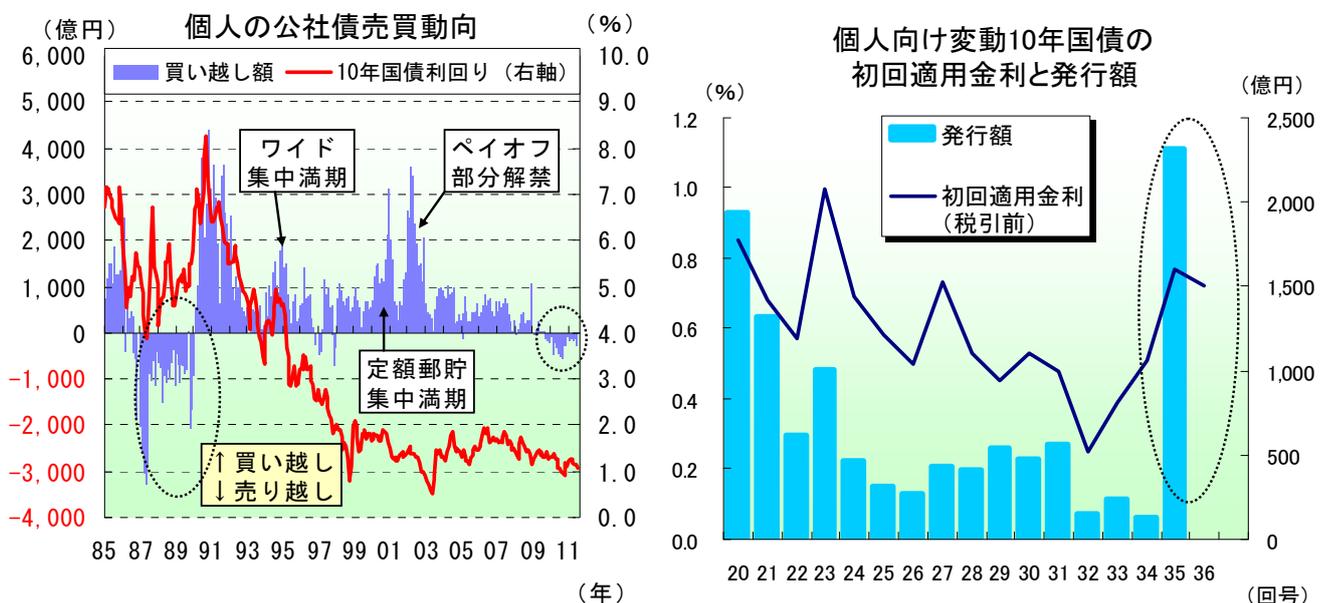
公社債市場における個人の売買は、2009年9月以降、規模は小さいものの、連続で売り越しが続いている（図表4左）。過去も、ペイオフ解禁等の政策イベントを除くと、金利水準に左右されてきた様子がかがわれ、連続売り越しは1980年代後半以来で、直近の2011年7月までで売り越しは23ヵ月続いている。リーマン・ショック以降の金利低下が売り越しにつながっていると考えられよう。

### 金利に左右される個人向け国債の発行

また、個人向け国債（変動10年物）においても、その発行額が初回適用金利に左右されている（図表4右）。半年毎に金利が変わるにもかかわらず、初回適用金利の水準に発行額が左右されている可能性がある。第35回債以降は金利の設定基準が変更され、これまでよりも金利水準が高められた。金利の設定方法が変わったことから、過去の個人向け国債購入者による中途換金が増え、新発債の購入が増えた可能性もあるだろう。

なお、個人向け国債の変動10年物は、発行額よりも中途換金（買入消却）額が上回り、ネットの発行残高は減少が続いている。金利設定方法が変更された新発債への乗り換えは今後も続く可能性があるだろう。

図表4 公社債市場売買動向、個人向け国債（変動10年）発行額



（注）公社債売買は短期債を除く。

（出所）財務省、日本証券業協会、Bloomberg より大和総研作成

### 円建て債券は金融債発行減で国債中心に

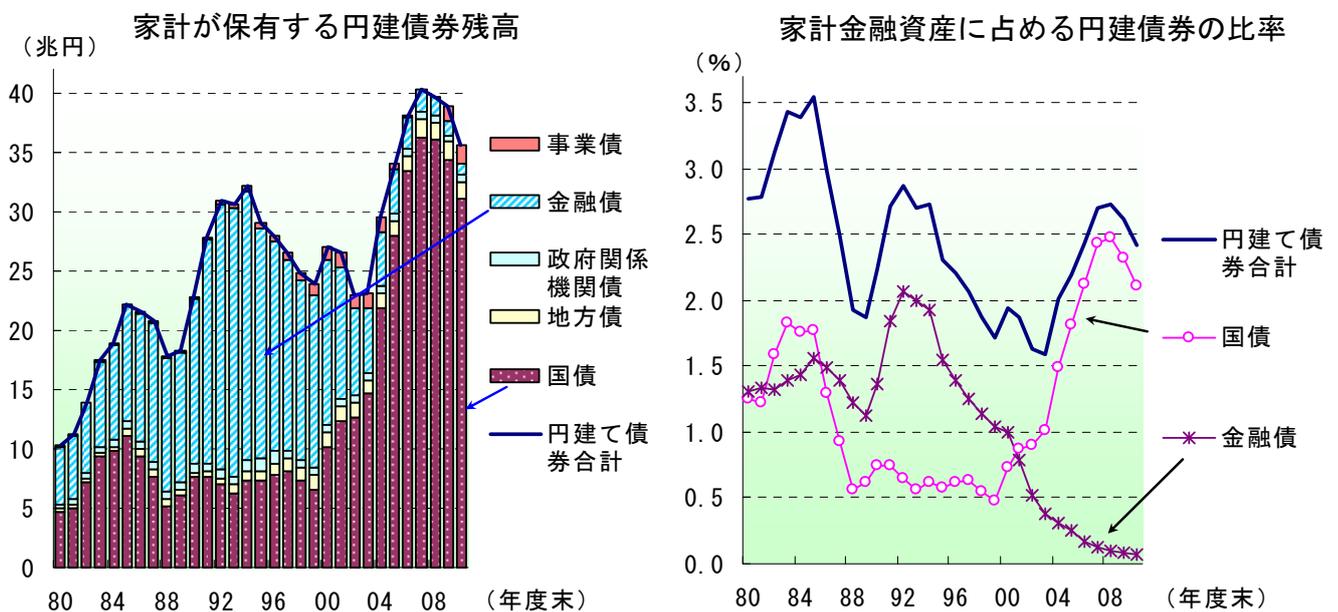
前述の「公社債」に含まれる国債以外の債券を合わせ、家計が保有する円建て債券全体を確認する（図表5左）。家計が保有する円建て債券の保有総額は増え、内訳では、1990年代は金融債のウェイトが高かったが、その後、大部分が国債となった。銀行の合併・統合に伴い金融債の発行が順次取りやめられていったことと、2005年度のペイオフ全面解禁で、信用リスクのない国債へシフトしたことが考えられよう。

金融資産に占める円建て債券の比率は大きな変動なし

家計金融資産全体に占める比率でみると（図表 5 右）、国債のウェイトが高まる一方で金融債は低下した。しかしながら、円建て債券全体では、家計金融資産に占める比率が高まっているとは言い難い状況だ。国債保有の残高増加は、金融債の発行減とペイオフ解禁というイベント要因が背景だったとすれば、利潤動機に基づいた積極的な国債購入ではなかったのかもしれない。

一般に、債券利回りは年限が長いほど、また信用リスクが高いほど利回りは高い。家計が保有する円建て債券の大部分が国債となったことで、信用リスクを取っていない分は利回りは低下する可能性が高まる。家計のインカムゲイン収入はより低下しているのではないだろうか。

図表 5 家計が保有する円建て債券



(注) 円建て債券には円建て外債（サムライ債）は含まれていない。直近は 2010 年度末。

(出所) 日本銀行より大和総研作成

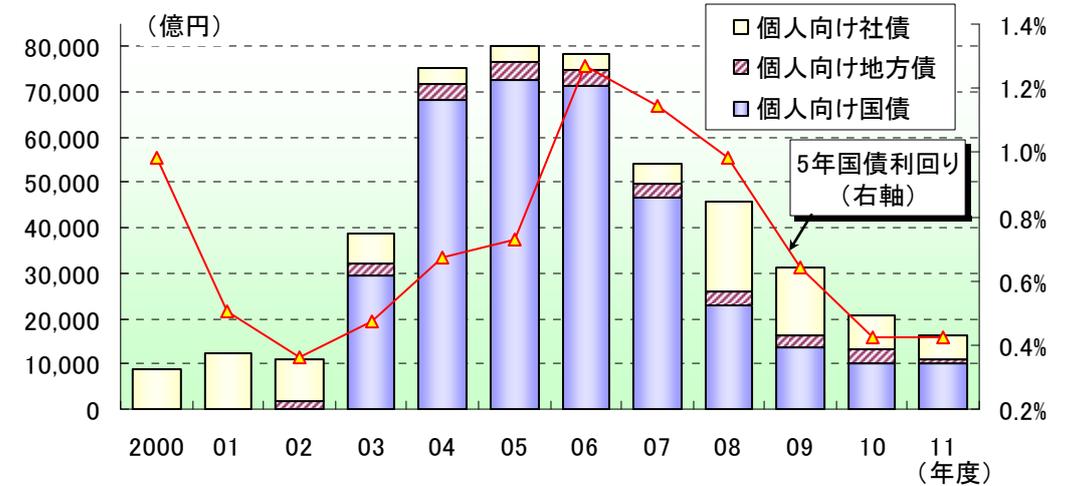
個人向け社債、個人向け地方債にも存在感

個人向け国債のみならず、個人を直接の対象とした金融商品として、個人向け社債のほか、個人向け地方債（ミニ地方債、コミュニティ・ボンド）も登場してきた。個人向け社債の発行額は、2009 年度は個人向け国債を上回るなど、存在感を高めている（図表 6）。家計が保有する地方債、社債（事業債）の保有額は、わずかながらも増加してきた。

毎年度の発行額をみると、市場の金利水準にある程度連動している様子が見られる。発行体側の事情があるとしても、ペイオフ解禁対応で個人向け国債の発行が増えた可能性を除き、総じてみれば、個人向け債券の需要は金利水準の影響を受けている可能性があるだろう。換言すれば、高クーポンの地方債・社債等が発行されれば、購入ニーズが存在しているのかもしれない。

もっとも、直近（2011/9/12）時点の残存額は、個人向け国債の約 23.7 兆円に対し、個人向け地方債で 1.4 兆円程度、個人向け社債で 4.7 兆円程度にとどまる。家計は、1994 年度末に 22.8 兆円の金融債を保有していたことから、家計金融資産の受け皿としては、十分な市場規模を有しているとは言い難い。

**図表 6 個人向け債券発行額**



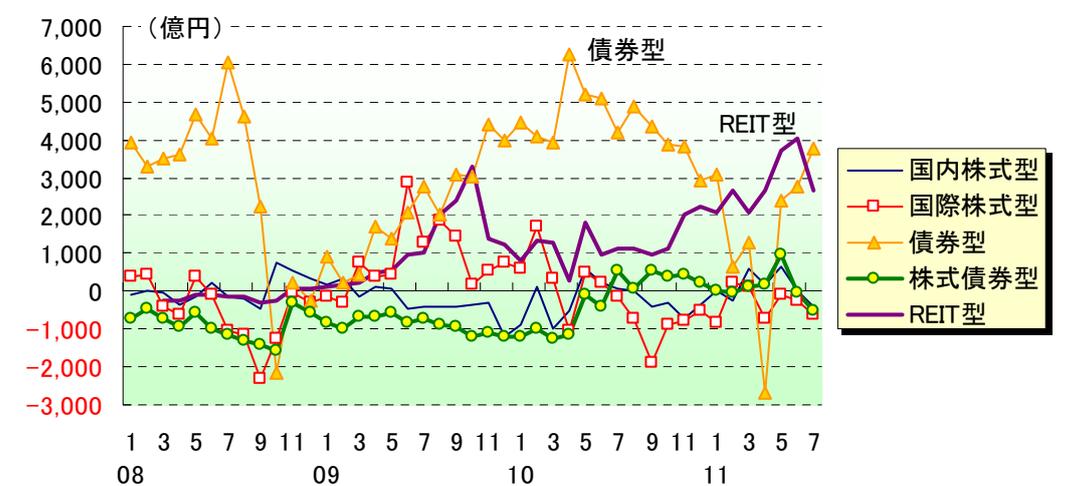
(注) 発行日ベースで集計し、2011年度は9月12日時点の発行予定額を含む。個人向け国債は財務省、地方債と社債はアイ・エヌ情報センターによる。5年国債利回りは年度平均で、2011年度は4-8月の平均。  
 (出所) 財務省、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg より大和総研作成

**資金流入続く投信は  
海外債券、REIT向け**

金利の低下や発行額、社債等の市場規模の小ささもあって、リーマン・ショック以降に家計の金融資産が安定的に流入してきたのは投資信託（主に追加型株式投信）であった。その向かう先は、債券（主に海外債券）、REIT（主に海外REIT）等であり（図表7）、為替リスクがあるとしても、インカムゲイン狙いだったのではないだろうか。

国内の債券利回りが低下し、さらに国債利回りを上回ることが期待される金融債の発行減を社債等で補えなかったことから、インカムゲイン収入は減少した可能性が高い。こうした背景から、海外資産に目を向けてきたと考えられよう。

**図表 7 追加型株式投信の主要タイプ別資金流入**



(出所) 大和ファンドコンサルティングより大和総研作成

### 対外証券投資残高の3割程度は円建て債券

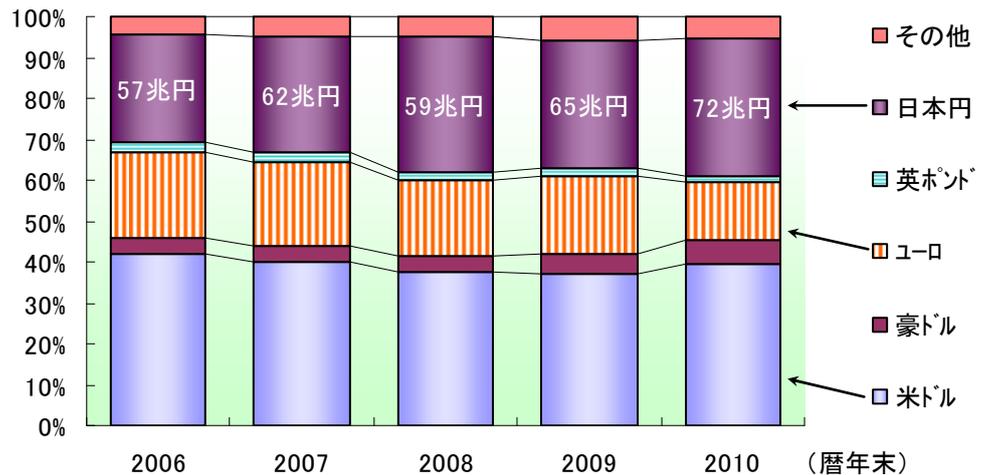
だが、こうした海外へインカムゲインを求める動きは、日本全体としても存在するとみられる。対外証券投資残高を建値通貨別にみると、2010年末の円建ての債券は72兆円で（図表8）、債券投資残高に占める円建て比率は33.4%である。しかも、その残高、構成比は年々増える傾向にある。そもそも日本の対外証券投資は債券中心で、2010年末の投資残高は全体が273兆円で、うち債券が217兆円と8割近い。円建て債券の投資残高は、対外証券投資残高全体との比率でみても26.6%とおおよそ3割となる。

家計による直接保有は考えにくいことから、大部分は、年金や保険会社等を経由していると考えられる。最終投資家は家計であり、投資リターンは日本円で還元されるため、機関投資家においても円建ての高めのインカムゲインを求める動きがあるのではないだろうか。

### ヘッジ付き外債で円建て債券比率はさらに上昇か

また、他の通貨建てであっても、為替ヘッジをかけることで、実質的なハイインカムの円建て債券とみなせるようになる。内外金利差の縮小傾向は、為替のヘッジコストを引き下げることから、ヘッジ付き外債の利用は増えていることも想定される。実質的な円建ての債券の投資比率はさらに高い可能性もあるだろう。

図表8 建値通貨別対外債券投資残高の構成比



（注）債券投資残高に占める構成比。

（出所）財務省・日本銀行より大和総研作成

### 不足する円建て債券の投資先

以上のように、これまでの定期預金増減や公社債売買からは、高額預金（資産）保有者を中心に金利感応度が高く、国内の預金や債券のほか、海外資産でのインカムゲインを求める動きがあったと言えよう。個人向け社債等の発行が増えたものの、まだ規模は小さく、金融債の発行減少を補うほどではない。

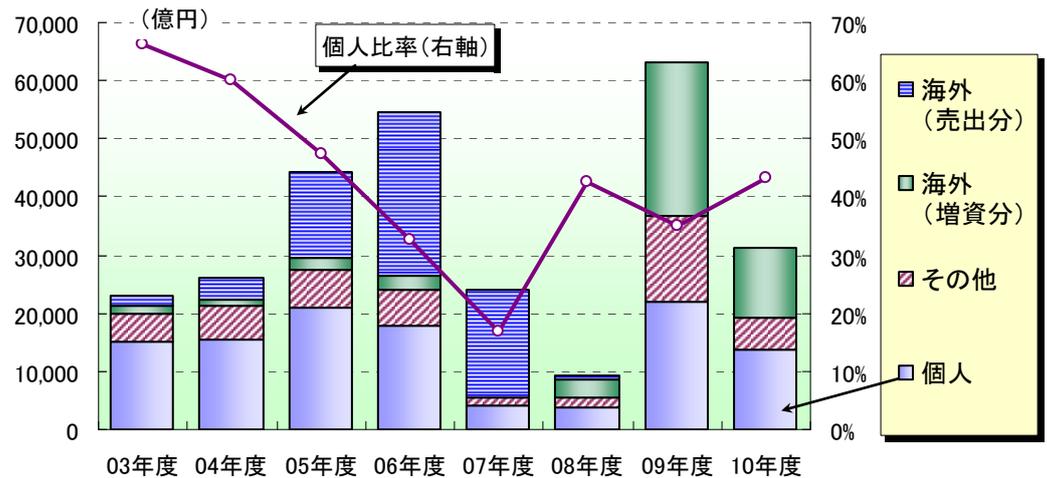
### 投資先の不足と将来消費の備えか

国内銀行の預貸率の低下傾向が続き、家計の金融資産（預金）が経済成長の原資となりにくいのであれば、むしろ消費に回することで、国内経済のフロー（GDP）の拡大につながれば望ましいが、社会保障不安（長生きリスク）に備えて無理にリスクを取ることなく、流動性預金に滞留していると考えられよう。超低金利が継続するもとの、限界的な金利変化に反応しつつも、「リスクフリーレート+ $\alpha$ 」

というリスク・リターン構成の金融商品が不足しているのではないだろうか。投資先の不足、将来消費への備えという、二重の意味で、流動性預金に資金が滞留していると言えるのかもしれない。

それでも、リーマン・ショック後に増加したエクイティ・ファイナンス（公募増資と売出）への応募状況では（図表9）、個人の応募が4割程度あり、リスク資産の供給源として、一定の役割を果たしていると言えよう。

図表9 国内株の公募増資・売出への主体別応募状況（試算値）



(注) IPO時のファイナンスを含まない。

(出所) 日本証券業協会より大和総研作成

#### 政府以外の資金調達 ニーズは限定的

一方で、企業等の発行体の立場からすれば、負債の増加は理由があつてなされる。投資資金があつて名目金利が限界的にゼロに近づいたとしても、むやみと増える性格のものではないだろう。結果的に国内貯蓄の超過分を政府部門が吸収する形になっていると言えよう。超低金利でも資金調達ニーズが民間にないのであれば、流動性選好（流動性の罨）によって、金融政策は金利を通じるルートにおいて無効、ということが考えられよう<sup>2</sup>。それゆえに、日銀は新たな資金調達ニーズを生み出す必要性を踏まえ、「成長基盤強化を支援するための資金供給」オペを創設したのだろう。

#### 復興資金ニーズにも 対応

足もとでは東日本大震災を受けて、復興資金需要をいかに賄うかが話題となっている。主たる担い手は政府の歳出と銀行貸出になるとしても、多様なニーズに応える多様なファイナンス手法があつてしかるべきだ。インフラ整備等に伴う債券発行等、あるいはこういった債券をリパッケージした投信等が発行されるとしたら、家計の運用ニーズに合致する可能性があると考えられるだろう。

ただし、こうした資金調達がコスト等の面から選択されていない可能性があるのであれば、別途対応が求められるのではないか。

<sup>2</sup> 金融政策の波及経路には為替レートを通じるルートも存在する。例えば、「ラルス・E・O・スベンソン（2001）『放経済下における名目金利の非負制約：流動性の罨を脱出する確実な方法』日本銀行金融研究所 Discussion Paper No. 2001-J-6」等。<http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/01-J-06.pdf>