

2015年3月23日 全12頁

# 年金ポートフォリオの見直しが加速

## 資金循環統計（2014年10-12月期）

金融調査部<sup>1</sup>

### [要約]

- 日本銀行（以下、日銀）から2014年10-12月期の資金循環統計（速報）が公表された。2014年10月31日の追加緩和を受けた株価の上昇や円安等を背景として金融資産残高を増加させた主体が多い。
- 家計の金融資産残高は主に現金・預金の増加等を背景に過去最高を更新した。だが、リスク性資産については売却超となっており、家計のリスク性資産への志向は依然として高まっているとはいえない。
- 年金では国内債券を売却し、よりリスクの高い株式・出資金、外債等への投資の動きがみられた。GPIFによる基本ポートフォリオ変更の影響が確認された。
- 事業会社（民間非金融法人企業）では、株式・出資金（負債側＝資金調達）による資金調達が2006年1-3月期以来の最高値を記録し、企業の積極的な資金調達活動が窺えた。

## 1. 主体別動向

### (1) 家計

#### リスク性資産の売却が見られるものの、株高や円安により金融資産残高増加

家計の金融資産残高は1,694.3兆円（前期比+40.1兆円）と3四半期連続で増加し、過去最高を更新した（図表1）。残高が増加した主な項目は現金・預金、投資信託、株式・出資金、保険・年金準備金である。

株式・出資金は161.6兆円と前期比+6.1兆円となり、3四半期連続で増加した。一方、フローは▲2.2兆円となっており、3四半期連続でマイナスである。つまり、3四半期連続して、株式・出資金は売却超であったが、株価上昇により残高が増加した<sup>2</sup>。投資信託は92.5兆円と前期

<sup>1</sup> 執筆者は、中里幸聖、島津洋隆、菅谷幸一、中田理恵。

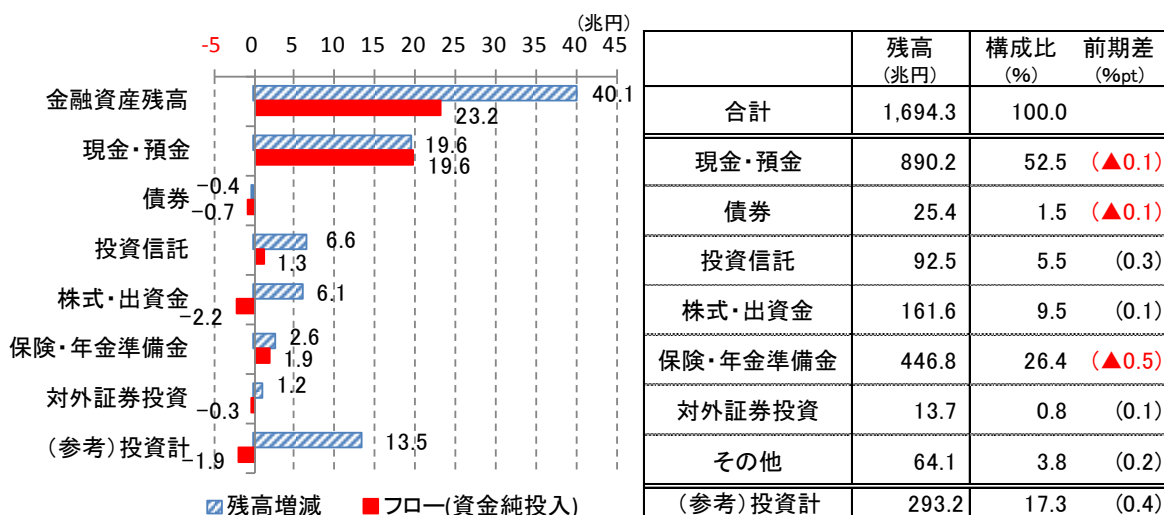
<sup>2</sup> 2014年6月末の日経平均株価は15,162円、2014年9月末16,174円、2014年12月末17,451円。

比+6.6兆円となり、3四半期連続で増加した。フローは+1.3兆円と11四半期連続で購入超となった。投資信託のフローが購入超となった背景として、2014年1月から導入されたNISA（少額投資非課税制度）の影響もあると考えられる。保険・年金準備金は446.8兆円（同+2.6兆円）となり、10四半期連続で増加した。フローは+1.9兆円と14四半期連続の購入超となった。

一方、国債・財融債の残高は18.4兆円と前期比▲0.9兆円となり、24四半期連続で減少となった。フローにおいても▲1.2兆円（売却超）となっている。また、現金・預金は890.2兆円と前期比+19.6兆円となった。年末の賞与時期という季節要因が背景にあると考えられる。

なお、リスク資産（図表では投資計：債券、投資信託、株式・出資金、対外証券投資の合計）へのフローは、投資信託以外は売却超であり、▲1.9兆円となった。しかし、株高や円安などにより残高は前期比+13.5兆円となった。

図表1 家計の金融資産の状況（2014年10-12月）（左図：フロー等、右図：ストック）



(注) 残高増減は前期比で価格変動を含めた数値（以降の図表において全て同じ）。債券は国債・地方債・政府関係機関債・金融債・事業債を含む。投資計は債券・投資信託・株式・出資金・対外証券投資の合計。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

## (2) 中央銀行（日銀）

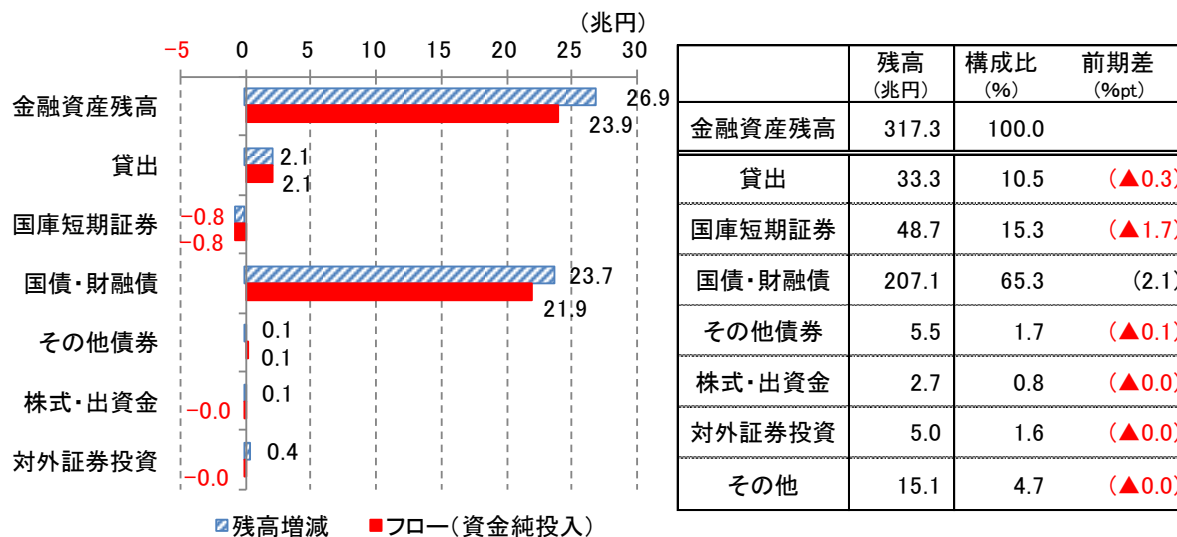
### 追加緩和により、金融資産残高、国債残高、過去最高を更新中

中央銀行の金融資産残高は、国庫短期証券（前期比▲0.8兆円）が減少したものの、国債・財融債（同+23.7兆円）の増加を主因に、全体で+26.9兆円増加し、317.3兆円となった（図表2）。2013年4月に導入された「量的・質的金融緩和」（いわゆる異次元緩和政策）と2014年10月31日の追加緩和を受けて、金融資産残高、国債残高ともに過去最高を更新した。

なお、2015年3月10日時点における日銀の資産構成（日本銀行「営業毎旬報告」による）は、長期国債222.4兆円、国庫短期証券49.5兆円、貸付金30.5兆円、信託財産指数連動型上場投資信託（ETF）4.3兆円、信託財産不動産投資信託（J-REIT）0.2兆円、総資産320.9兆円とな

っている。

図表2 中央銀行の金融資産の状況（2014年10-12月）（左図：フロー等、右図：ストック）



(注) その他債券は地方債・政府関係機関債・金融債・事業債・居住者発行外債・CPの合計（以降の図表において全て同じ）。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

### (3) 預金取扱機関（銀行等）

#### 現金・預金の増加と共に、国債を売却して貸出を増加

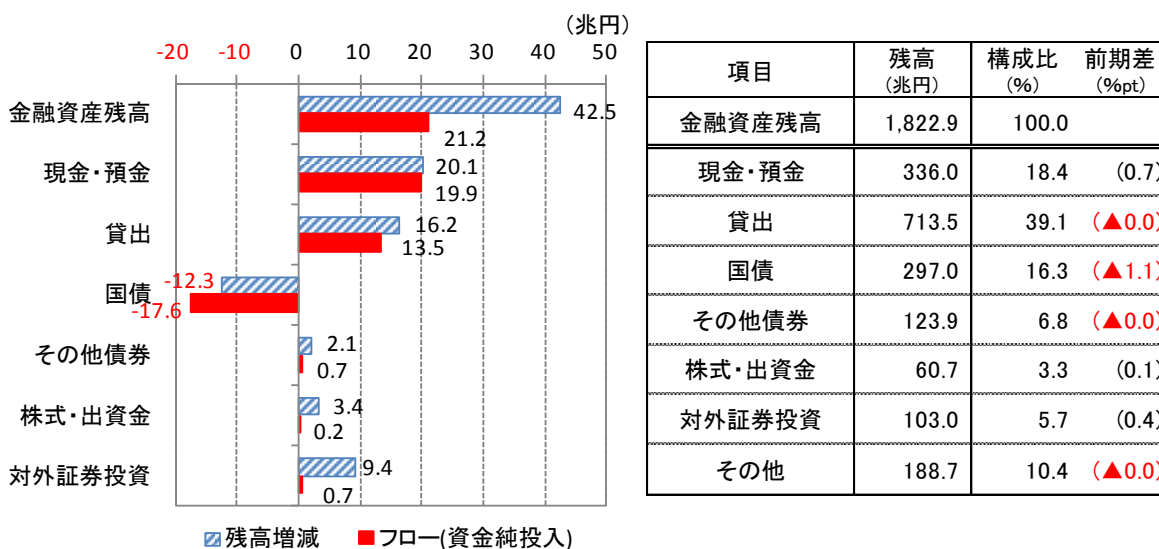
預金取扱機関の金融資産残高は1,822.9兆円（前期比+42.5兆円）となった（図表3）。増加の主因としては、現金・預金（同+20.1兆円）、民間金融機関貸出（同+14.0兆円）、対外証券投資（同+9.4兆円）、株式・出資金（同+3.4兆円）、投資信託受益証券（同+0.8兆円）の増加が挙げられる。このうち、株式・出資金については、フローにおける増加が+0.2兆円に留まっていることから、株価上昇により時価評価が押し上げられる形で残高が増加したものと考えられる。

異次元緩和政策における日銀の買い入れオペの影響により、国債・財融債残高（272.1兆円）は5四半期連続で減少した。国債の売却代金は日銀の当座預金に積み上がっている（日銀預け金は前期比+15.6兆円増加で、11四半期連続増加）。

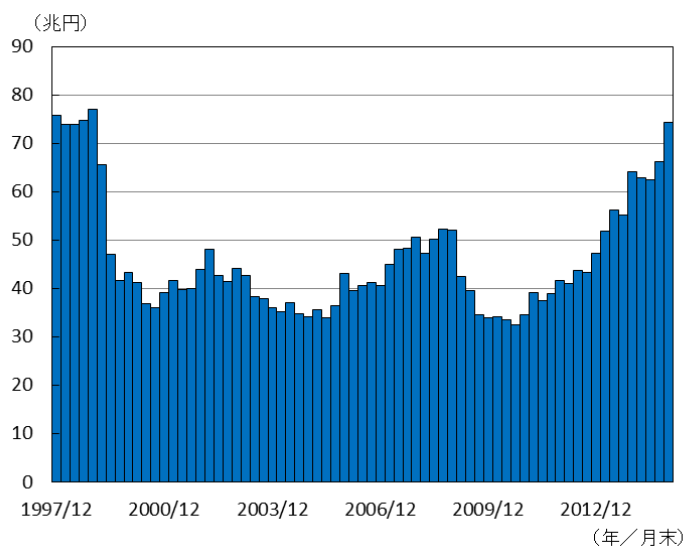
貸出残高は713.5兆円で、2四半期連続で増加し、フローは13.5兆円と2四半期連続で流入超になった。フローの内訳をみると、住宅貸付（+0.7兆円）、企業・政府向け（+10.4兆円）、消費者信用（+0.2兆円）が流入超（貸出超）となっている。

海外部門への貸出残高も増加している。海外部門における負債をみると、民間金融機関からの借入残高は74.2兆円（同+8.0兆円）と増加し、またフローでも+4.7兆円（借入増加）となっている（図表4）。

図表3 預金取扱機関の金融資産の状況 (2014年10-12月) (左図: フロー等、右図: ストック)



図表4 海外部門の民間金融機関からの借入残高推移



#### (4) 生命保険

国債・外国証券・株式で売却超となるものの、債券高・円安・株高により資産残高が増加

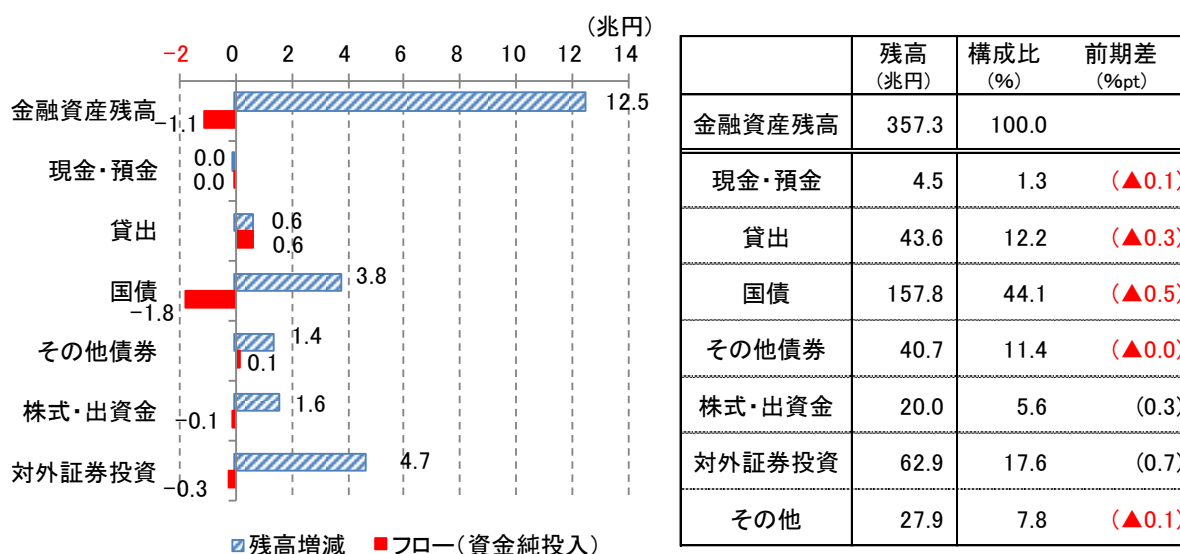
生命保険の金融資産残高は、前期比+12.5兆円増加の357.3兆円となり、3四半期連続の増加となった(図表5)。一方、フロー全体では▲1.1兆円の資金純減となっている。

金融資産残高の増加に最も寄与したのは対外証券投資であり、+4.7兆円と13四半期連続の増加となった。それに次いで、国債は+3.8兆円の増加、株式・出資金は+1.6兆円の増加とな

った。一方、これらをフローで見ると、対外証券投資は▲0.3兆円、国債は▲1.8兆円、株式・出資金は▲0.1兆円と、いずれも売り越しとなっている。これらから、金融資産残高の増加は、①金利低下に伴う債券価格の上昇、②円安による外貨建て資産価格の上昇、③株価の上昇などによる保有資産の時価上昇が大きく寄与したことが分かる。

上記のことから、生命保険は、国債をはじめとする売り手となったものの、売却分を上回る資産価値の上昇を受けて、全体として金融資産残高が増加した様子が窺える。

図表5 生命保険の金融資産の状況（2014年10-12月）（左図：フロー等、右図：ストック）



（注）国債は国債・財融債と国庫短期証券の合計値。  
（出所）日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

## （5）年金

### 基本ポートフォリオ変更の影響が現れ、債券からリスク資産へのシフト進行

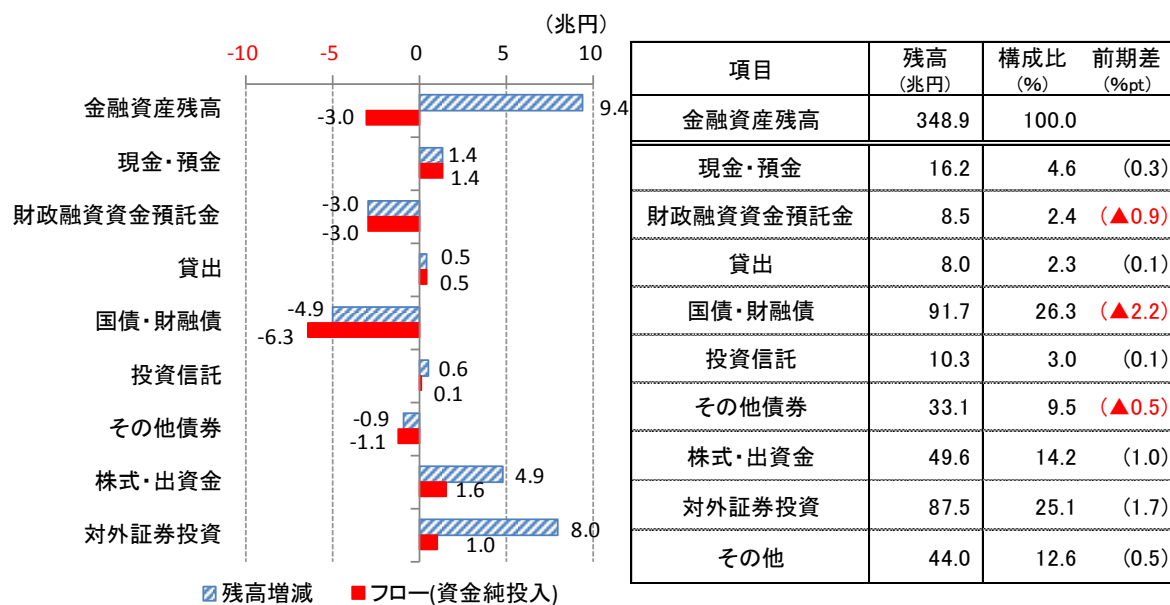
年金基金と公的年金を合わせた年金計の金融資産残高は348.9兆円（前期比+9.4兆円）と前期比増となった（図表6）。主として債券売却の影響からフローでは▲3.0兆円であるが、株式や対外証券投資などのリスク資産の時価上昇が残高を押し上げた形となった。

残高ベースの増減に関しては、国債・財融債（前期比▲4.9兆円）、財政融資資金預託金（同▲3.0兆円）、その他債券（同▲0.9兆円）が減少したものの、対外証券投資（同+8.0兆円）、株式・出資金（同+4.9兆円）、現金・預金（同+1.4兆円）等が増加した。フローでは、国債・財融債（▲6.3兆円）、財政融資資金預託金（▲3.0兆円）、その他債券（▲1.1兆円）等がマイナスとなる一方、株式・出資金（+1.6兆円）、現金・預金（+1.4兆円）、対外証券投資（+1.0兆円）等がプラスとなった。

つまり、この間、債券を売却する一方で、現金等の増加と株式や対外証券などのリスク資産

の価格上昇と買い増しにより残高が増加している。年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の基本ポートフォリオ変更の影響が統計上も確認されたと見えよう<sup>3</sup>。

図表 6 年金の金融資産の状況（2014年10-12月）（左図：フロー等、右図：ストック）



（出所）日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

## （6）民間非金融法人企業（事業法人）

### 株式・出資金による資金調達が2006年1-3月期以来の最高値を記録

民間非金融法人企業の金融資産残高は1,018.8兆円（前期比+47.5兆円）となり、2四半期連続の増加となった（図表7）。増加の主な要因は、企業間・貿易信用（同+16.6兆円）、株式・出資金（同+14.5兆円）、対外直接投資（同+7.2兆円）である。現金・預金残高は231.4兆円で、過去最高を記録した前期より▲1.2兆円の減少となった。企業間・貿易信用はフローも+17.8兆円と増加しており、企業間取引や貿易が活発になっていることが示唆される。株式・出資金は残高が大幅に増加したが、フローの増加は+0.1兆円に留まっていることから、残高の増加は株価の上昇に起因するところが大きいといえる。現金・預金は季節性の影響（毎年3月末と9月末には現金・預金の保有を増やす傾向にあるため、6月末と12月末は前期比で残高が減少しやすい）もあり、前期比でわずかに減少したが、前年比では+4.3%となっている。対外直接投資残高は79.6兆円と10四半期連続で過去最高を更新したが、前期比+7.2兆円の残高増に対してフローの増加は+1.9兆円であり、円安が残高を大きく押し上げたことが分かる。

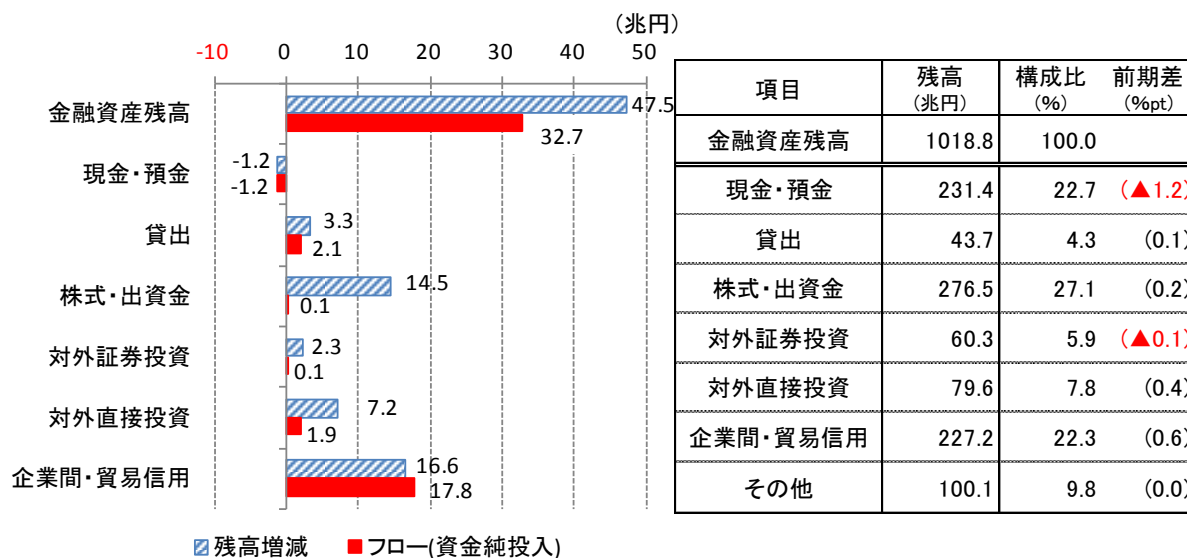
また、当期の資金調達額（フローの負債）合計は35.1兆円であった。内訳は借入が+7.7兆円、株式が+2.8兆円、債券が+1.4兆円となっている。株式・出資金による資金調達は10四

<sup>3</sup> GPIFの基本ポートフォリオ変更は2014年10月。ただし、それ以前から基本ポートフォリオからの乖離許容幅の拡大が実施されていた。



半期連続のプラスとなっており、当期の調達額 2.8 兆円は 2006 年 3 月期の 2.9 兆円以来の最高値であった。特に、非上場株式（出資金）調達（2.5 兆円）が大きく膨らみ、四半期ベースで遡れる 1998 年以來で最大となった。

図表 7 民間非金融法人企業の金融資産の状況（2014 年 10-12 月）（左図：フロー等、右図：ストック）



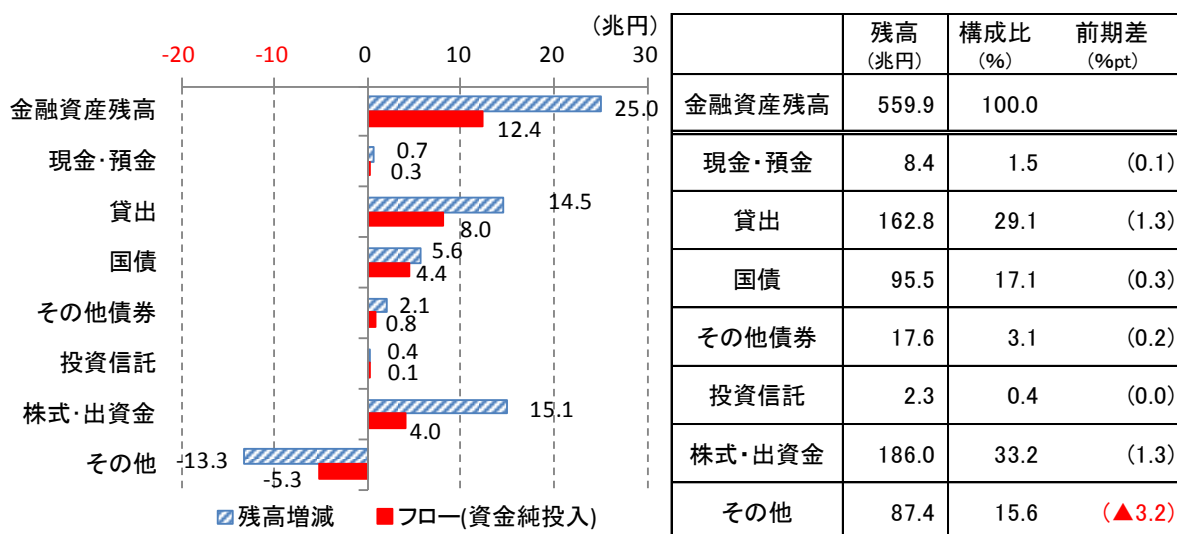
(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

## (7) 海外

### 株価の上昇、円安が資産残高を押し上げ

海外部門の金融資産残高は、559.9 兆円（前期比+25.0 兆円）と 3 四半期連続の増加となった（図表 8）。増加の主な要因は、株式・出資金（同+15.1 兆円）、貸出（同+14.5 兆円）、国債（同+5.6 兆円）である。株式・出資金の残高は 186.0 兆円と前期比 15.1 兆円増加しているが、フローの増加額は 4.0 兆円に留まっていることから、残高は主に株価の上昇により増加している。貸出残高は 162.8 兆円と、3 四半期連続で過去最高を更新した。なお、貸出はフローの増加（+8.0 兆円）に対し残高の前期比の増加（+14.5 兆円）が大きい。円安の影響を受け外貨建て貸出の円換算で見た残高が増加したことが影響していると推測される。

図表 8 海外部門の金融資産の状況 (2014年10-12月) (左図: フロー等、右図: ストック)



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

## 2. 金融資産別の動向

### (1) 国債・財融債

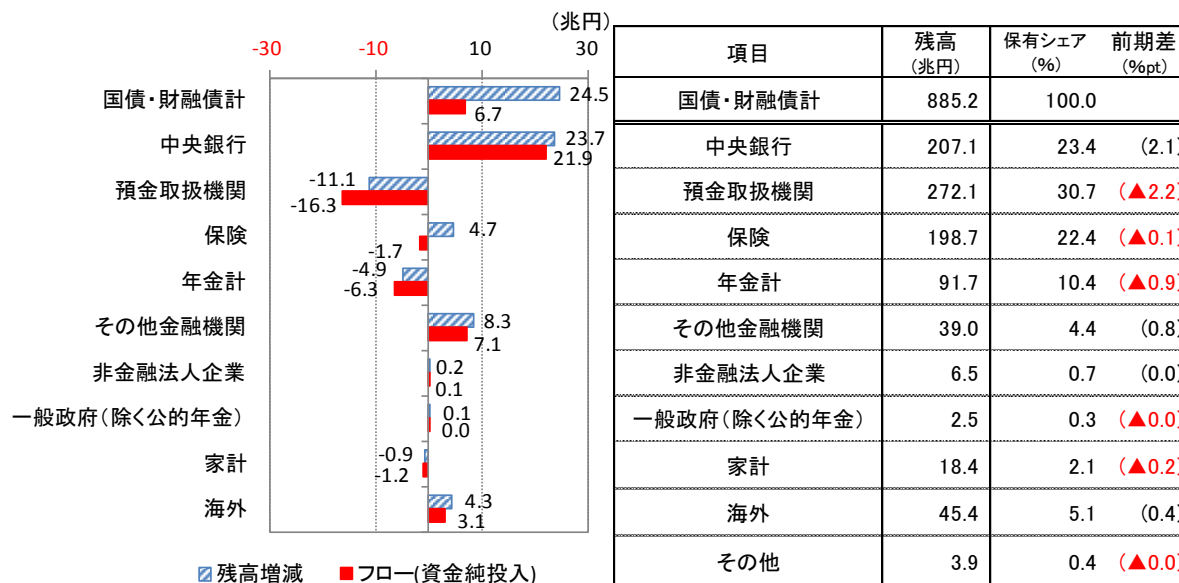
追加緩和政策により中央銀行がさらに買い増し 20 兆円台のプラス、その他金融機関も買い増し

国債・財融債の残高は 885.2 兆円 (前期比+24.5 兆円) となった (図表 9)。フローでは+6.7 兆円 (発行増加) であり、大幅な価格上昇 (金利は低下) の影響もあり、発行残高は 6 四半期連続で増加した。保有主体別では、引き続き中央銀行が残高を大きく増加させた (同+23.7 兆円)。中央銀行の保有残高増加は 2010 年 3 月末から 20 四半期連続となる。また、中央銀行のフローでは 2013 年 4-6 月期: +19.0 兆円、7-9 月期: +14.9 兆円、10-12 月期: +15.5 兆円、2014 年 1-3 月期: +12.1 兆円、4-6 月期: +12.5 兆円、7-9 月期: +12.8 兆円と 6 四半期連続で 10 兆円台の買い増しをしていたが (それ以前でフローが 10 兆円を超えたのは、2001 年 4-6 月期の 11.0 兆円のみ)、2014 年 10 月末の追加緩和を反映して、2014 年 10-12 月期は+21.9 兆円と 20 兆円台のプラスとなった。その結果、保険を抜いて、預金取扱機関に次ぐ保有主体となった。また、その他金融機関の残高が前期比+8.3 兆円 (フローは+7.1 兆円)、海外の残高が同+4.3 兆円 (フローは+3.1 兆円) と増加している。その他金融機関では、ディーラー・ブローカーがフローのプラスが大きく、積極的に取引していたと推測される。

一方、年金計 (年金基金と公的年金の合計) の保有残高は前期比▲4.9 兆円 (フローも▲6.3 兆円) と 5 四半期連続の減少となった他、家計の保有残高は同▲0.9 兆円 (フローは▲1.2 兆円) と 24 四半期連続で減少した。最大の保有主体である預金取扱機関の保有残高は▲11.1 兆円と 5 四半期連続の減少、フローは▲16.3 兆円と 2013 年 4-6 月期から 7 四半期連続のマイナスとなっている。



図表9 国債・財融債の主体別保有残高、フロー等、ストック (2014年10-12月)



(注) 年金計は、年金基金と公的年金を含む。その他金融機関の数値は金融機関合計から中央銀行・預金取扱機関・保険・年金基金を減じたもの。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

## (2) 株式

### 前期に引き続き、家計部門が売り主体、海外部門と公的年金が買い主体の構図

株式（ここでは上場株式に限定し、出資金は含まず）の残高は525.2兆円（前期比+32.5兆円）となった（図表10）。各主体の増加額をみると、海外（同+11.1兆円）、民間非金融法人（同+7.2兆円）、年金計（同+4.9兆円）、家計（同+3.7兆円）となっている。

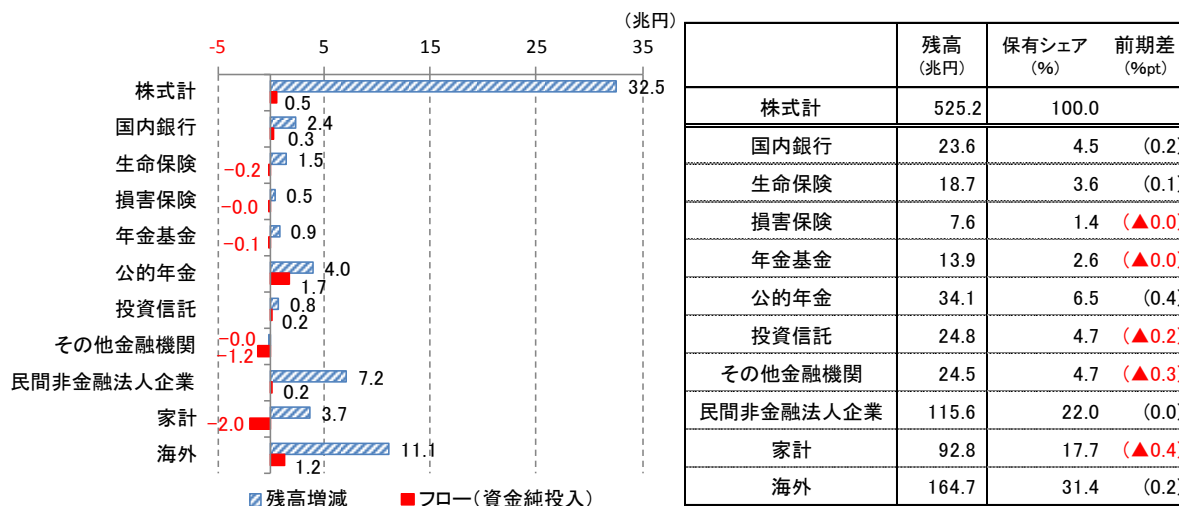
残高の増加は株価変動等によるものが大きいですが、フローで見ると、年金計（+1.6兆円）や海外（+1.2兆円）が買い手（流入超）に、家計が売り手（流出超：▲2.0兆円）になっていたことが読み取れる。なお、年金計の大半は公的年金によるものであり、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が株式保有を増やしている可能性が示唆される<sup>4</sup>。海外は3四半期連続、年金計は4四半期連続の流入超、家計は3四半期連続の流出超である。

ただし、2015年1-3月期については、外国人投資家の投資動向が変化している可能性がある。株式市場の投資部門別売買状況（二市場一部・二部等（東証と名証）[出所：東京証券取引所]）によれば、2015年1月～3月1週目までの間、外国人投資家が0.5兆円の売り越し、個人が1.4兆円の売り越しで、外国人投資家が買い手から売り手になっているためである。なお、年金計

<sup>4</sup> 公的年金は年金保険を運営する公的年金として、国の特別会計の一部等（年金特別会計・厚生年金勘定、同・国民年金勘定、同・基礎年金勘定、年金積立金管理運用独立行政法人〈総合勘定、承継資金運用勘定〉）、共済年金（共済組合の長期計理）、農業者年金基金（旧年金勘定）、石炭鉱業年金基金が集計対象となっている。公的年金部門が保有する株式は2014年12月末時点で34.1兆円だが、年金積立金管理運用独立行政法人の同時期の国内株式運用資産額は27.1兆円であり、その大半を占めている。

は明らかではないものの、年金等から株式売買を受託している信託銀行の売買状況が 0.8 兆円の買い越しとなっていることから、引き続き買い手になっているものと推測される。

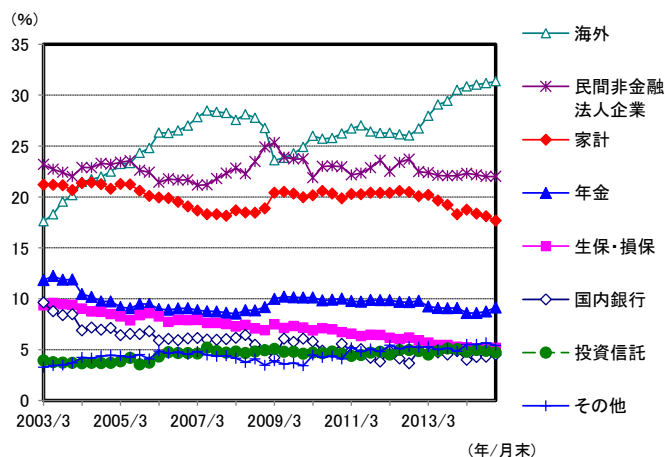
図表 10 株式（上場）の主体別保有残高、フロー等、ストック（2014 年 10-12 月）



(注) 主要な主体を取り上げた。「公的年金」は金融機関に含まれないが、便宜上、年金基金の次に表示した。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

図表 11 株式（上場）の主体別保有シェア推移



### (3) 対外証券投資

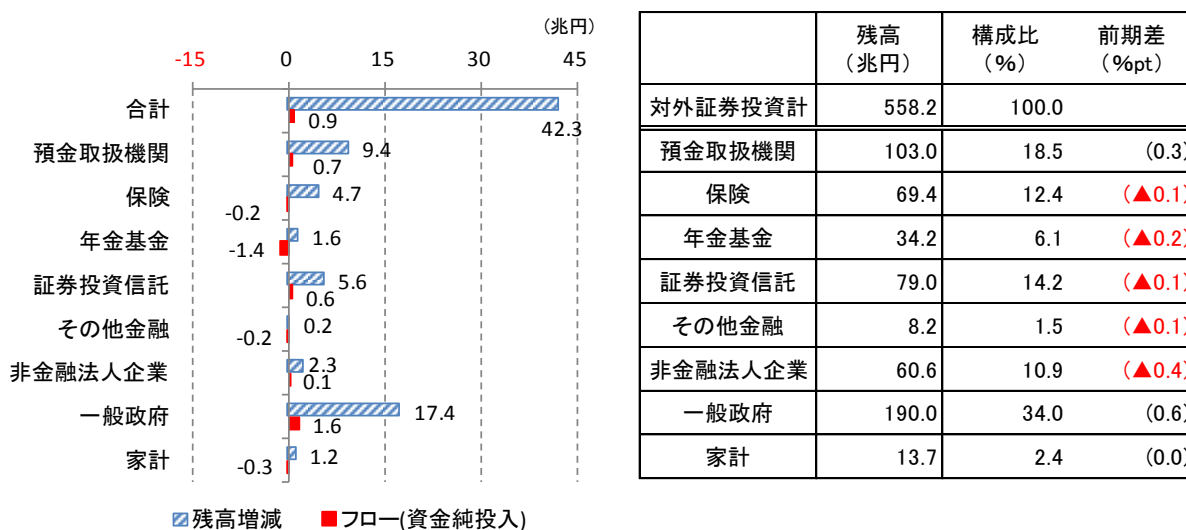
#### 円安が大きく寄与する形で残高は 3 四半期連続の過去最高更新

対外証券投資残高は 558.2 兆円（前期比+42.3 兆円）となり、3 四半期連続で過去最高を更新した（図表 12）。増加は為替等の影響によるところが多く、フローとしてはわずか+0.9 兆円である。主体別にフローを見ると、公的年金（+2.4 兆円）、預金取扱機関（+0.7 兆円）、証券投資信託（+0.6 兆円）が主な買い手、また、年金基金（▲1.4 兆円）、一般政府（除く公的年

金、▲0.8兆円)、家計(▲0.3兆円)が主な売り手となっている。なお、預金取扱機関(+0.7兆円)に関しては、国内銀行は大幅な流出超(▲4.7兆円)であり、増加は主に農林水産金融機関(+3.7兆円)と中小企業金融機関等<sup>5</sup>(+1.9兆円)によるものである。

国際収支統計の対外証券投資で2014年10-12月期の資産別(株式・投資ファンド持分、中長期債、短期債)の資金フローをみると、株式・投資ファンド持分が+2.6兆円、中長期債が▲1.0兆円、短期債が+0.1兆円となっている<sup>6</sup>。投資家部門別にみると、保険会社(生命保険会社+損害保険会社)は中長期債を中心に取引しており(株式・投資ファンド持分:+0.2兆円、中長期債:▲0.8兆円、短期債:0.0兆円)、また、証券投資信託(投資信託委託会社等)は株式・投資ファンド持分を中心に取引している(株式・投資ファンド持分:+1.4兆円、中長期債:▲0.8兆円、短期債:+0.0兆円)。国際収支統計からは年金の動向を直接知ることはできないが、信託銀行の信託勘定(年金等から受託した資産の取引)から間接的に見てみると、株式・投資ファンド持分(+1.3兆円)への投資を中心としていたものと推定される(株式・投資ファンド持分:+1.3兆円、中長期債:+0.3兆円、短期債:0.0兆円)。

図表 12 対外証券投資の主体別保有残高、フロー等、ストック (2014年10-12月)



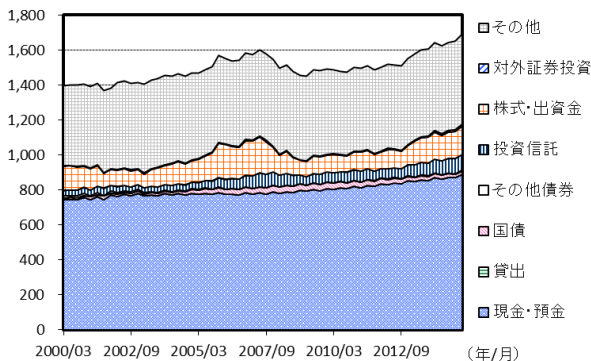
(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

<sup>5</sup> 中小企業金融機関等に計上されるのは信金中央金庫、信用金庫、全国信用協同組合連合会、信用組合、労働金庫連合会、労働金庫、商工組合中央金庫、ゆうちょ銀行の資産である。

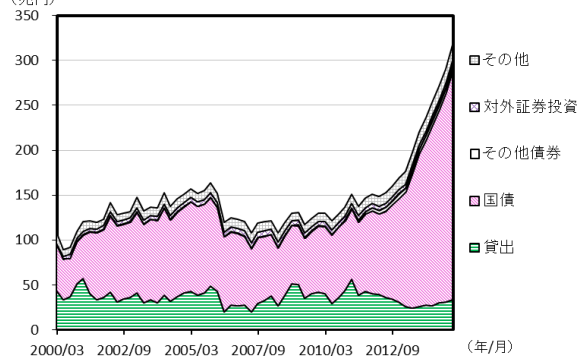
<sup>6</sup> 資金循環統計と国際収支統計の数値は、集計方法の違いなどから一致しない。

< 参考資料 > 主体別金融資産残高

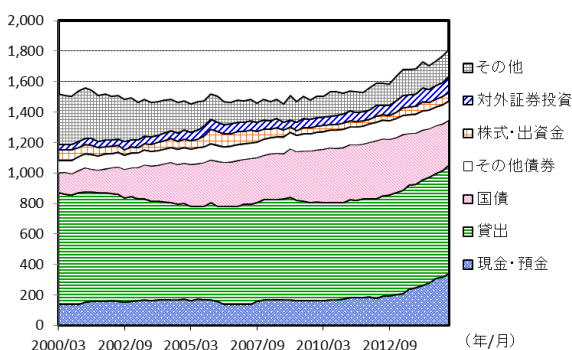
① 家計 (兆円)



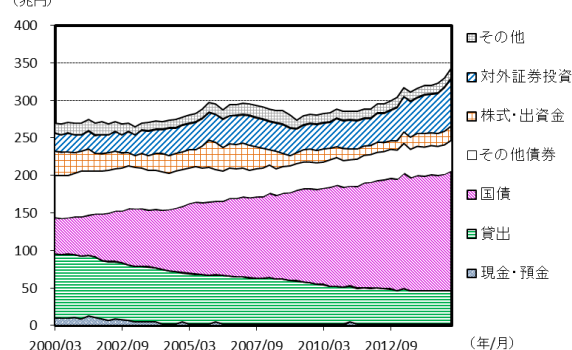
② 中央銀行 (兆円)



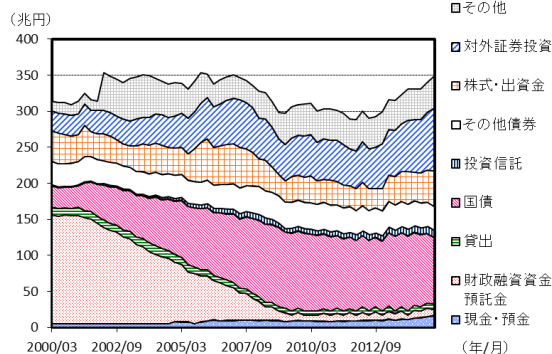
③ 預金取扱機関 (兆円)



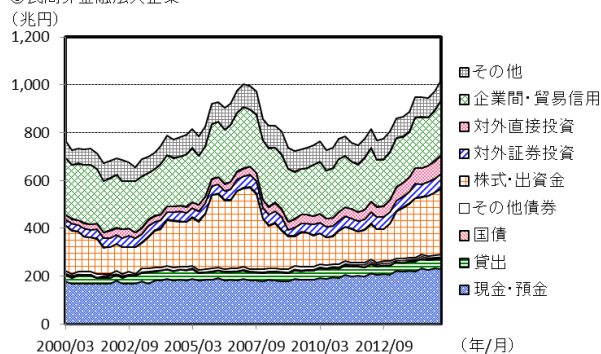
④ 生命保険 (兆円)



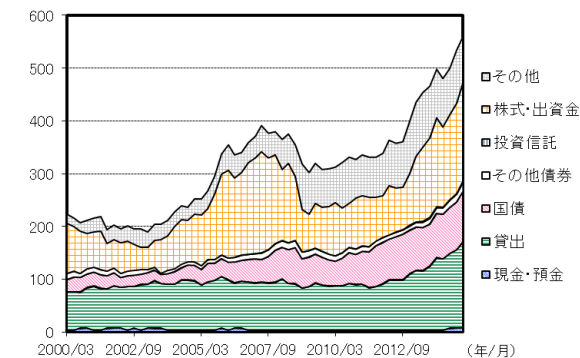
⑤ 年金計 (兆円)



⑥ 民間非金融法人企業 (兆円)



⑦ 海外 (兆円)



(注) 国債は国債・財融債と国庫短期証券の合計。その他は主体ごとに、金融資産残高の合計から各記載項目の残高を減じた値となっている。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成