

2018年6月18日 全19頁

資金循環統計からみる日米資産運用主体の現況

日米とも証券投資信託の金融資産残高増加

金融調査部 主任研究員
中里 幸聖

[要約]

- 日米の資産運用主体を資金循環統計を用いて概観した。
- 資産運用を中心としている部門の金融資産残高の推移をみると、日米共に各部門合計の増減の動きと証券投資信託の増減の動きが近似している。米国では2009年以降各部門合計が増加基調にあり、特に証券投資信託の増加が最も寄与している。一方、日本では2012年末以降各部門合計が増加基調にあるが、証券投資信託の増加に加え、生命保険、公的年金の増加も寄与している。
- わが国における証券投資信託の残高を運用資産別にみたとき、2012年末以降の増加の主要因は、上場株式と対外証券投資の増加である。一方、マイナス金利政策の影響で、短期の運用資産の構成比が低下している。米国の証券投資信託の残高増加の要因は、株式の増加を主体としつつ事業債も増加していることである。また、制度的な側面として、民間年金基金の確定拠出からの資金流入も米国の証券投資信託の残高増加に寄与している。
- 米国の状況を参考に、今後のわが国の証券投資信託の金融資産残高の持続的増加のカギは、わが国の株式市場の持続的な成長が第一と考える。

1. 証券投資信託、生命保険、公的年金の金融資産残高が増加基調

本レポートでは、わが国の資産運用主体の投資活動を金融資産残高の点から概観する。また、米国の類似部門の投資活動をわが国との比較の観点から概観する¹。

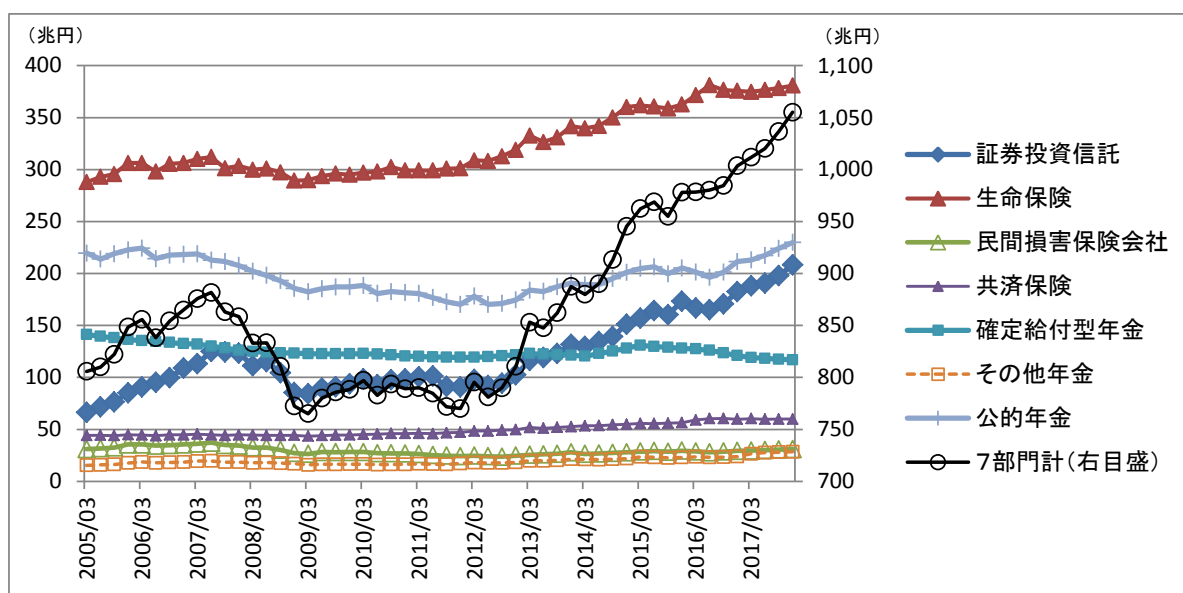
日本銀行「資金循環統計」は、経済主体を表す「部門」と、金融商品を表す「取引項目」の

¹ 対象期間は2005年第1四半期以降とする。日本銀行「資金循環統計」は、2008SNAを踏まえて大幅な見直しを実施された。現行統計と同じベースでは2005年第1四半期以降について、遡及データが提供されている。また、各資産運用主体の金融資産残高内訳を描写する際は、煩雑になるのを避けるため、2005年3月末、2010年3月末、2015年3月末、2016年3月末、2017年3月末を比較することとし、参考として直近データである2017年12月末も図表等に掲載する（季節要因を考慮し、参考として扱う）。マイナス金利政策が資産運用にも影響を及ぼしているため、直近については1年刻みで比較する。

マトリックスにより一国の金融活動を包括的に示すものである。ただし、「資金循環統計では、これら部門、取引項目を設けるにあたって、法的な制度や従来慣行にとらわれることなく、経済機能や実態を重視した分類を採用している」（日本銀行「資金循環統計の解説」より）ので、例えば各企業が実施している業務と各「部門」の範囲が一致しない部分もある²。

そうしたことを踏まえた上で、本レポートでは資産運用の面では資本市場・証券市場に関わる金融資産の運用を中心としていられる「証券投資信託」、「保険」（生命保険、民間損害保険会社、共済保険）、「年金基金」（確定給付型年金、その他年金）、「公的年金」を資産運用主体として取り上げることとする³。また資産運用の仲介機関としての「証券会社」についても触れることとする。なお、証券投資信託はアセットマネージャーとアセットオーナーの「ダブルカウント」となる部分があるが（保険や年金の金融資産の内訳には証券投資信託も含まれる）、本レポートではダブルカウント分の相殺は行っていない。

図表 1 資産運用を中心としている部門の金融資産残高の推移



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

² 資産運用主体としては投資顧問会社も想起される。しかし、資金循環統計では、「投資顧問会社の運用資産は、投資家の指図によって運用されているもので、投資顧問会社は実質的な運用リスクを負っていないし、リスクの変換を行うこともない（投資顧問会社の収入源は、あくまで投資家に対する運用の助言に係る手数料）」（日本銀行「資金循環統計の解説」より）とされ、投資顧問会社の運用資産は、本来の投資主体の資産として計上されている。

³ 本レポートでは、各資産運用主体の運用資産動向に着目するので、「保険」、「年金基金」についてはその内訳部門を対象とする。具体的には、「保険」は「生命保険」、「民間損害保険会社」、「共済保険」を対象とする。「年金基金」は、「企業年金」と「その他年金」とし、「企業年金」はさらに「確定給付型年金」と「確定拠出型年金」に区分して表記する。なお、「確定拠出型年金」は、運用資産の選択は被保険者が実施するため、事業者としての資産運用主体という分類からは外れると考えられるが、本レポートでは年金の資産運用という観点から触れておくこととする。また、本レポートでは、直接金融に着目しているため、間接金融が業務の中心を占める銀行は取り上げない。また、家計は株式や債券購入などにより直接金融の一端を担っているが、事業者として資産運用を行っている部門に着目しているため、やはり本レポートでは取り上げない。

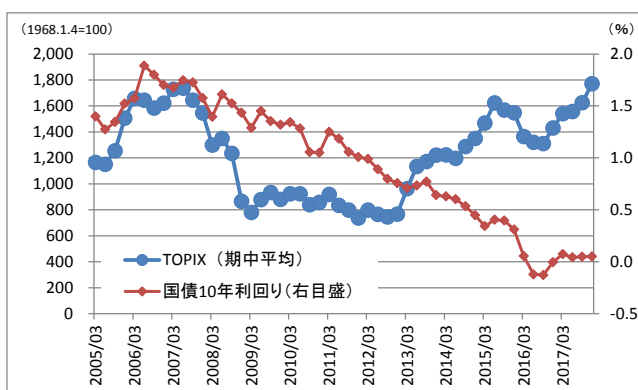
本レポートで取り上げる資産運用主体に関わる 7 つの部門分類の金融資産残高の推移は図表 1 の通りである。7 部門計（単純合計）では、いわゆるサブプライム問題、リーマン・ショックに伴う金融危機後に減少した後に暫く停滞するものの、民主党から自民党への政権交代及びいわゆるアベノミクスや異次元金融緩和等による株式相場の上昇を契機に、増加基調となっている。証券投資信託の増加に加え、生命保険、公的年金の増加も 7 部門計の増加に寄与している。

各部門の金融資産残高は 2017 年 12 月末時点で、生命保険が一番多く、次いで公的年金、証券投資信託、確定給付型年金となっている。2005 年 3 月末以降の推移を見ると、確定給付型年金が漸減傾向であるのに対し、証券投資信託は 7 部門計と似たような増減をしており、2013 年 9 月末には証券投資信託の金融資産残高が確定給付型年金を抜いている。

また、本レポートで記述する期間（2005 年 3 月～2017 年 12 月）の市場環境を大掴みにする指標として、TOPIX と国債利回り（10 年）の動向を図表 2 に示す。

TOPIX はいわゆるリーマン・ショック以降下落し、08 年後半～2012 年まではリーマン・ショック直前の半分程度の水準を低迷していた。2012 年末の安倍政権への政権交代以降上昇基調となり、2015 年半ば以降に下落に転じるものの、足元ではリーマン・ショック直前の水準に戻ってきている。国債利回りは 2006 年半ば以降下落基調にあり、2016 年半ばにはマイナス金利となり、足元ではマイナス金利から脱しているものの、ゼロ近辺の水準である。

図表 2 TOPIX と国債利回り（10 年）



(注) 国債は、四半期ごとの国債流通利回りの単純平均。

(出所) 東京証券取引所、財務省「国債金利情報」より大和総研作成

2. 日本の各資産運用主体の金融資産残高

(1) 証券投資信託

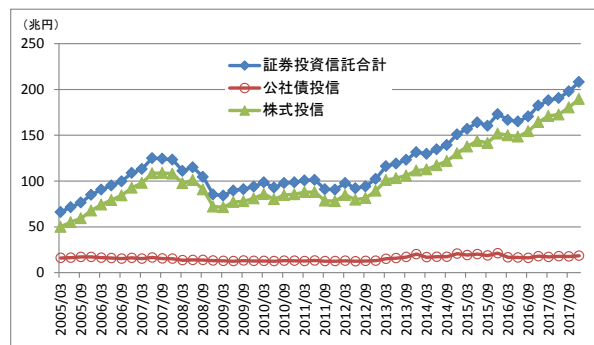
証券投資信託の金融資産残高合計は⁴、2005 年 3 月末は 66.2 兆円であったが、2017 年 3 月末には 188.2 兆円に増加している（図表 3、さらに直近の 2017 年 12 月末は 208.2 兆円）。この間の金融資産残高の増加は株式投信が主体である。公社債投信はこの期間を通じて増減はあるものの、2005 年 3 月末と 2017 年 3 月末の比較ではほぼ横ばい圏となっている。

株式投信の金融資産残高内訳を見ると（図表 4）、対外証券投資が最も多く、次いで上場株式

⁴ 資金循環統計上の「証券投資信託」は、「投資信託受益証券の発行によって資金を集め、各種金融商品に投資する投資信託委託会社」であるが、「外国投信（海外において設定される投資信託）は含まれていない」とのことである（日本銀行「資金循環統計の解説」より）。

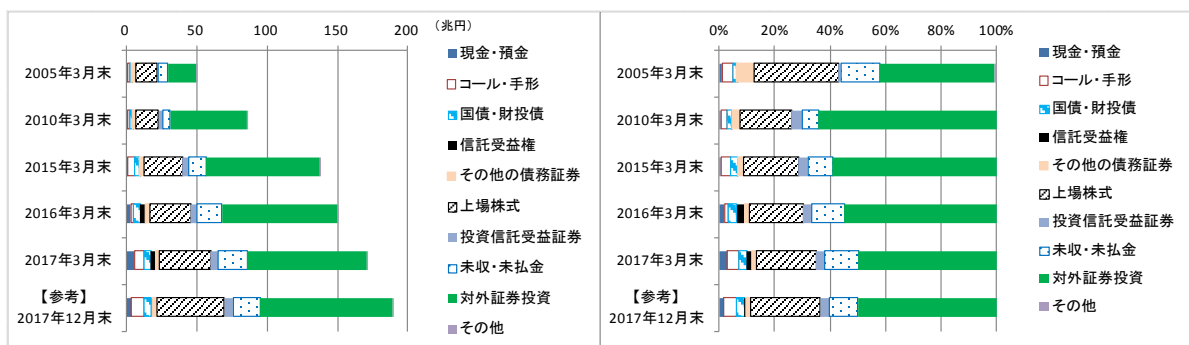
が多いことは図表で示したいずれの年も共通である。2005年3月末では対外証券投資が資産残高に占める比率が4割強、上場株式は3割強であった。しかし、リーマン・ショック後の日本の株式相場が低迷していた時期である2010年3月末は、対外証券投資の比率は6割以上となる一方で、上場株式は2割を割っている。2015年3月末以降では、対外証券投資の比率は2015年3月末の6割弱から2017年3月末には5割弱と低下しているが、直近の金額は2015年3月末よりも増加している。上場株式は2015年3月末以降2割前後の比率となっているが、直近の金額は増加している。

図表3 証券投資信託の金融資産残高の推移



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

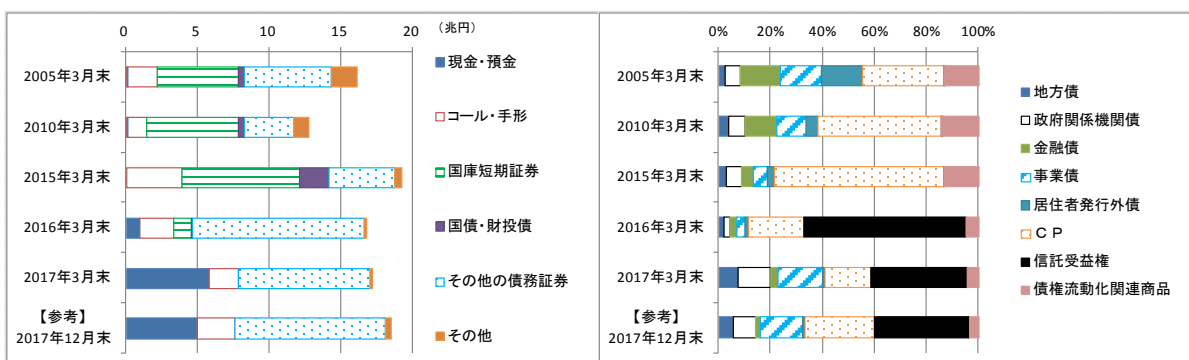
図表4 株式投信の金融資産残高内訳（左図）と構成比（右図）



(注) 「その他の債務証券」は各資産運用主体の債務証券のうち構成比が相対的に大きいもの以外。以下の図表でも同様。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

図表5 公社債投信の金融資産残高内訳（左図）とその他の債務証券の内訳構成比（右図）



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

公社債投信の金融資産残高内訳を見ると（図表5）、2015年3月末までは国庫短期証券の構成比が高かったが、2016年3月末ではかなり低下し、2017年3月末ではゼロになっている。一方、

現金・預金は2016年3月末に増加し、2017年3月末には3割を超える構成比となっている。

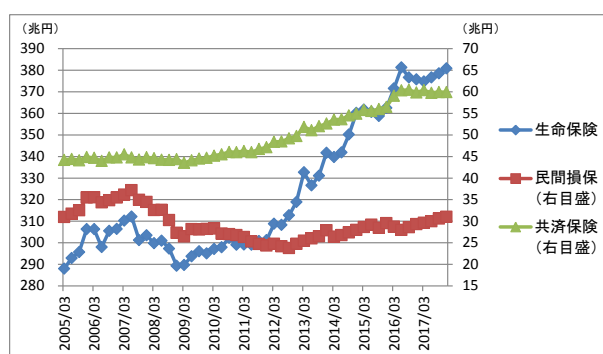
公社債投信の「その他の債務証券」⁵（ここでは国庫短期証券、国債・財投債以外の債務証券）の内訳の構成を見ると（図表5右図）、2017年3月末は地方債、政府関係機関債、事業債の比率が以前に比べて上昇している。

まとめると、証券投資信託全体の残高増加の主要因は、上場株式と対外証券投資の増加である。一方、足元ではマイナス金利政策の影響で、運用先に窮した資金が現金・預金と信託受益権の形で滞留していると言えよう。

（2）保険

「生命保険」、「民間損害保険会社」（以下、民間損保）、「共済保険」⁶の金融資産残高合計額を見ると（図表6）、2005年以降の対象期間を通じて生命保険が最も多く、次いで共済保険、民間損保となっている。

図表6 「保険」の金融資産残高の推移



（出所）日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

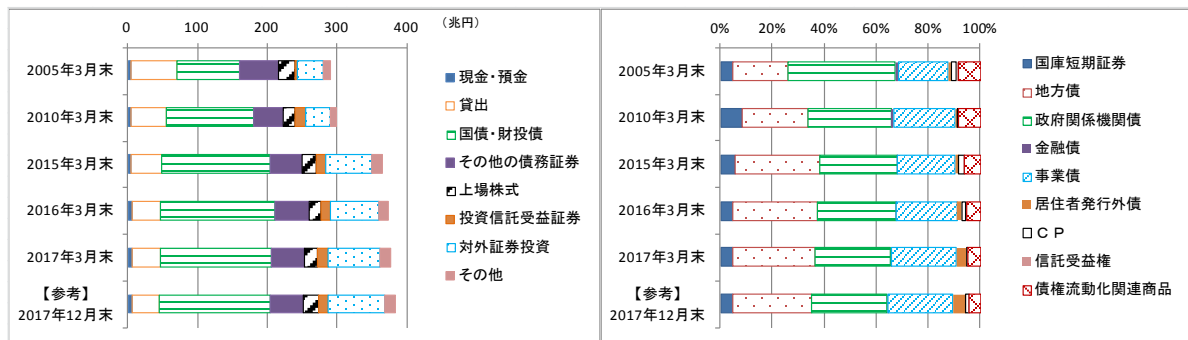
① 生命保険

生命保険の金融資産残高の内訳を見ると（図表7）、国債・財投債が最も多い。（「その他の債務証券」を除いて考えると）次いで多いのは、2005年3月末、2010年3月末では貸出であったが、2015年3月末以降は、対外証券投資が多くなっている。生命保険の「その他の債務証券」（ここでは国債・財投債以外の債務証券）の内訳の構成比を見ると、2005年3月末は大きい方から政府関係機関債、地方債、事業債の順であったが、2015年3月末以降は、地方債、政府関係機関債、事業債の順となっている。

なお、資金循環統計では2007年第3四半期まではかんぽ生命保険を除いた「民間生命保険会社」という分類があった。2007年第3四半期以前のデータから推測すると、国債・財投債はかんぽ生命の方が多く保有し、対外証券投資はかんぽ生命保険以外の「民間生命保険会社」の方が多く保有していたと考えられる。

⁵ 資金循環統計における債務証券は、国庫短期証券、国債・財投債、地方債、政府関係機関債、金融債、事業債、居住者発行外債、CP、信託受益権、債権流動化関連商品である。

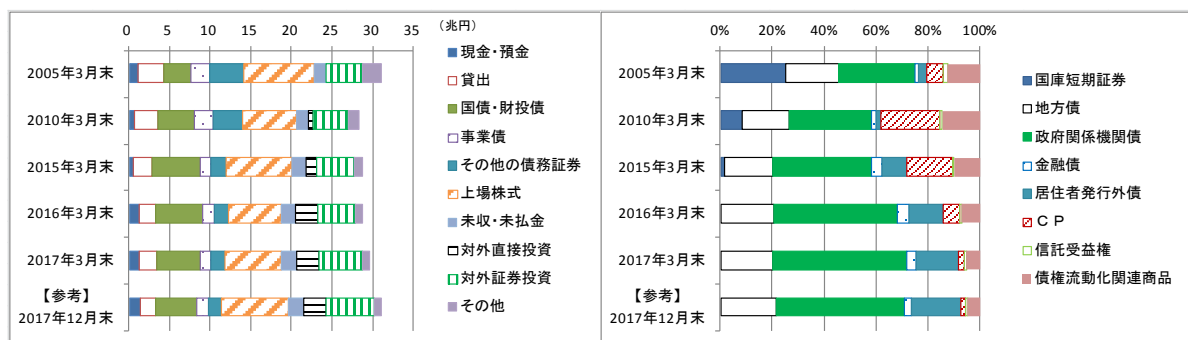
⁶ 共済保険は、全国共済農業協同組合連合会、全国共済水産業協同組合連合会、全国労働者共済生活協同組合連合会。資金循環統計では、「共済保険事業を専業とする組合のみを金融とし、物流等の事業を兼業している組合（消費生活協同組合等）を対家計民間非営利団体」としている（日本銀行「資金循環統計の解説」より）。

図表7 生命保険の金融資産残高内訳（左図）とその他の債務証券の内訳構成比（右図）


（出所）日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

② 民間損保

民間損保の金融資産残高内訳を見ると（図表8）、図表で示したいずれの年も上場株式が最も多い。次いで、国債・財投債、対外証券投資となっている年が大半だが、2005年3月末は対外証券投資の方が国債・財投債よりも多かった。近年では対外直接投資も増えている。事業債は債務証券の中では国債・財投債に次ぐ規模であるが、近年では残高、構成比共に以前より低下している。民間損保の「その他の債務証券」（ここでは国債・財投債、事業債以外の債務証券）の内訳の構成比を見ると、2005年3月末にはその他の債務証券の20%を超えていた国庫短期証券はマイナス金利の影響で近年はゼロとなっている。2015年3月末以降では、政府関係機関債と居住者発行外債の構成比が上昇している。

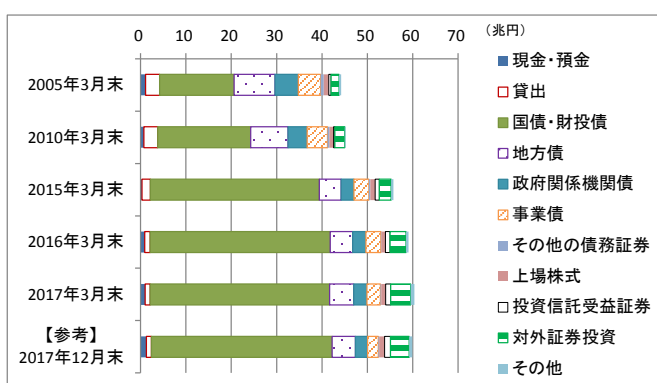
図表8 民間損保の金融資産残高内訳（左図）とその他の債務証券の内訳構成比（右図）


（出所）日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

③ 共済保険

共済保険の金融資産残高内訳を見ると（図表9）、図表で示したいずれの年も国債・財投債が最も多く、近年では大半を占めている。国債・財投債以外では、2005年3月末時点は地方債、政府関係機関債、事業債が多かったが、2017年3月末には地方債、対外証券投資、事業債、政府関係機関債と、順番が入れ替わっている。特に対外証券投資は近年増加している。

図表9 共済保険の金融資産残高内訳



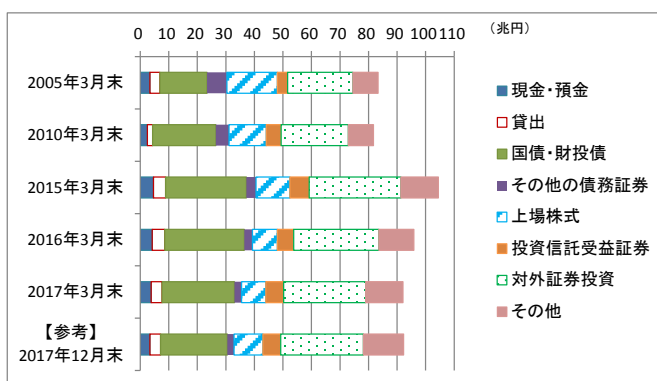
（出所）日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

（3）年金基金

① 確定給付型年金

確定給付型年金の金融資産残高内訳を見ると（図表10）⁷、図表で示したいずれの年も対外証券投資が最も多い。2005年3月末は次いで上場株式、国債・財投債となっていたが、その後は上場株式が構成比、金額とも減少し（2017年3月末は構成比が若干上昇）、国債・財投債の構成比は対外証券投資に迫る水準となっている。ただし、2015年3月末以降は、国債・財投債、対外証券投資とも金額が減少している。

図表10 確定給付型年金の金融資産残高内訳



（出所）日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

ただし、企業年金においては、確定給付型年金から確定拠出型年金への制度移行が全体的に進んでおり⁸、確定給付型年金の金融資産残高が近年減少している主因はこの制度移行であると考えられる。

⁷ 確定給付型年金には、「年金基金の対年金責任者債権」という取引項目があり、構成比が最も高くなっている時点が多い。年金基金の対年金責任者債権は、年金責任者が被用者に約束した年金受給権等の負債総額と運用している資産総額との差額であり、負債総額が上回っている場合は、いわゆる「積立不足」を示す。すなわち、年金基金の対年金責任者債権は、いわゆる運用対象資産ではなく、発生主義の貫徹に基づく概念上の取引項目と言える。本レポートは資産運用の状況を整理することを目的としているので、ここでは年金基金の対年金責任者債権を除いたベースで確定給付型年金の金融資産残高内訳を見ている。

⁸ 資金循環統計上の確定給付型年金は、厚生年金基金、確定給付企業年金（基金型企業年金・規約型企業年金）、旧適格退職年金（2012年3月廃止）、退職給付信託である。

② 確定拠出型年金

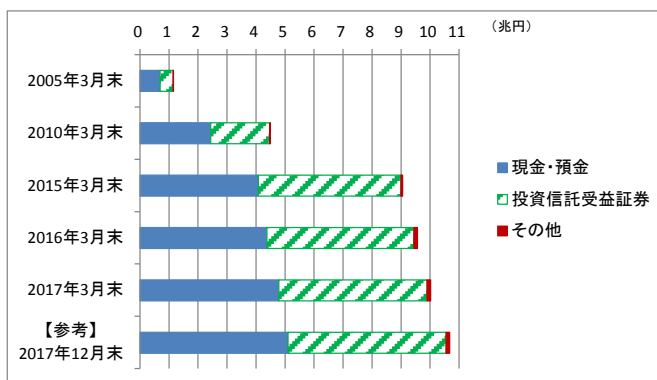
確定拠出型年金の金融資産残高内訳を見ると（図表 11）、ほぼ現金・預金と投資信託受益証券からなる。なお、現金・預金はほぼ定期預金である。2005年3月末、2010年3月末では現金・預金の方が多かったが、2015年3月末以降は投資信託受益証券の方が多くなっている。

「貯蓄から投資へ」あるいは「貯蓄から資産形成へ」という観点からすると、

定期預金ではなく、投資信託受益証券にさらにシフトすることが望まれる。そのためにはリスク性商品等に関する金融リテラシー教育を今後とも継続することが重要である。また、自ら資産選択をしない人向けのデフォルトの資産配分について、元本保証型商品主体からリスク性商品主体にする取り組みも進められている。今後、こうした取り組みが資金循環統計上にも表れてくると思われる。

なお、確定拠出型年金のうち個人型は、資金循環統計上は後述する「その他年金」に含まれる。また、2017年3月末の金融資産残高でみると、証券投資信託の約2.5%が確定拠出型年金の企業型経由の資金という計算になる（確定拠出型年金の個人型は、資金循環統計上は区分表示されていないので、この計算には含まない）。

図表 11 確定拠出型年金の金融資産残高内訳

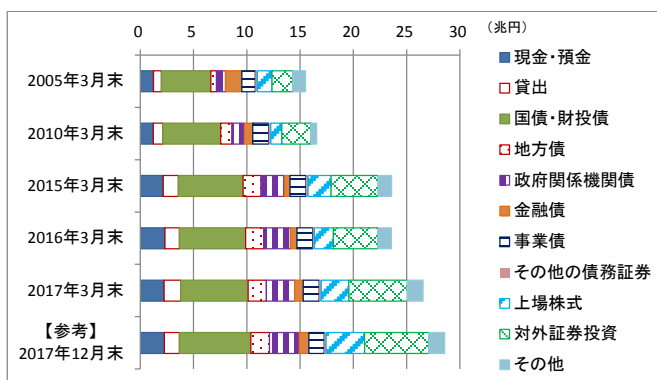


（出所）日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

③ その他年金

その他年金の金融資産残高内訳を見ると（図表 12）⁹、国債・財投債が最も多く、次いで対外証券投資が多いというのはどの年も変わらない。ただし国債・財投債は金額が増加してきていたが（2017年3月末は若干減少）、構成比は以前より低下している。それ以外には、地方債、政府関係機関債、金融債、事業債、上場株式などに資産配分している。2005

図表 12 その他年金の金融資産残高内訳



（出所）日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

⁹ その他年金は、国民年金基金、勤労者退職金共済機構（中小企業退職金共済制度、建設業・清酒製造業・林業退職金共済制度等を運営）、中小企業基盤整備機構の小規模企業共済勘定、農業者年金基金（特例付加年金勘定、農業者老齢年金等勘定）、確定拠出年金（個人型）、国家公務員共済組合連合会の退職等年金給付経理、地方公務員等共済組合の退職等年金給付調整勘定、日本私立学校振興・共済事業団の退職等年金給付勘定からなる。2015年10月に創設された国家公務員共済組合連合会、地方公務員等共済組合、日本私立学校振興・共済事業団の「年金払い退職給付」は、「1）雇用主である国・地方・私学による拠出があり、2）国・地方・私学単位で年金が運用されているものの、3）民間の年金基金ではないことから、『企業年金』ではなく『その他年金』に分類」されている。

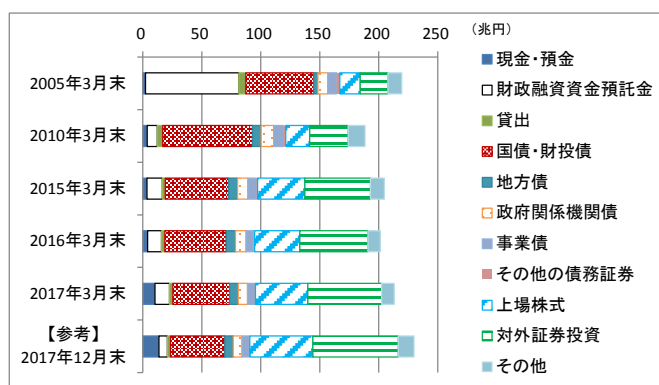
年3月末から2017年3月末を時系列に見ると、金融債、事業債の構成比が低下している一方で、地方債、政府関係機関債の構成比は上昇、上場株式は増減があるものの横ばい圏となっている。

(4) 公的年金

公的年金は¹⁰、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF:Government Pension Investment Fund)の規模が大きく、GPIFの資産運用動向が本部門の数値に大きく反映される。

公的年金の金融資産残高内訳を見ると(図表13)、2001年度の財政投融资改革からの移行期間である2005年3月末では財政融資資金預託金が最も多くなっていた¹¹。2006年度以降は、GPIFの基本ポートフォリオにおいて国内債券の比率を高く設定していたため、国債・財投債が最も多く、地方債や政府関係機関債、事業債もそれなりの構成比となっている。2005年3月末、2010年3月末に

図表13 公的年金の金融資産残高内訳



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

においても上場株式や対外証券投資は、政府関係機関債などよりも多かったが、2014年のGPIFの基本ポートフォリオ見直しでは国内債券の比率を下げ、国内株式、外国株式の比率を引き上げるようになった¹²。2015年3月末以降の公的年金の金融資産残高内訳は、2014年のGPIFの基本ポートフォリオ見直しが反映されている。

¹⁰ 公的年金は、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)、共済組合の厚生年金保険経理・経過的長期経理(国家公務員共済組合連合会、地方公務員等共済組合(地方公務員共済組合連合会、全国市町村職員共済組合連合会、地方職員共済組合、公立学校共済組合、警察共済組合、東京都職員共済組合、指定都市職員共済組合)、農林漁業団体職員共済組合、日本私立学校振興・共済事業団の厚生年金保険経理・経過的長期経理)、農業者年金基金(旧年金勘定)、石炭鉱業年金基金からなる。

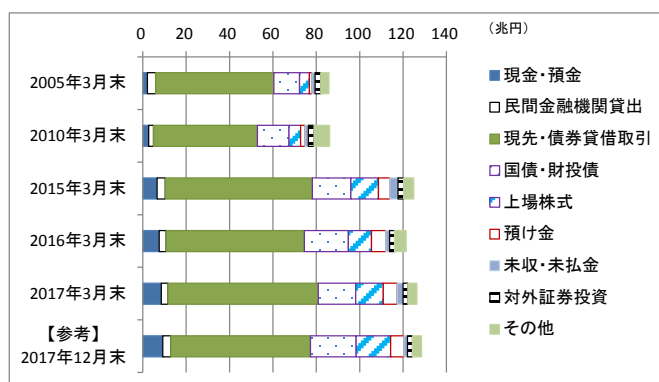
¹¹ 財政投融资改革前は郵便貯金と公的年金(厚生年金、国民年金など)の積立金は資金運用部(財政投融资)に資金を預託する義務があったが(簡易保険は預託義務はなし)、改革後は預託する義務は廃止された。郵便貯金と公的年金は経営判断に基づき資金を自主運用することとなったが、預託金は7年間で主流であったため、2005年3月末時点では払戻しの途中であった。

¹² GPIFの基本ポートフォリオは、2014年10月の見直し以降は、国内債券35%、国内株式25%、外国債券15%、外国株式25%となっている。見直し前は、国内債券60%、国内株式12%、外国債券11%、外国株式12%、短期資産5%であった。さらにその前の第1期中期目標期間(2006~2009年度)の基本ポートフォリオは、国内債券67%、国内株式11%、外国債券8%、外国株式9%、短期資産5%であった。

(5) 証券会社

証券会社の金融資産残高内訳を見ると（図表 14）、現先・債券貸借取引が過半を占めるのが特徴的である。次いで、国債・財投債、上場株式の構成比が高い。機関投資家等の取引需要に応えることが仲介機関としての証券会社の主な機能の一つであり、金融資産残高内訳にも反映されている。

図表 14 証券会社の金融資産残高内訳



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

3. ‘Financial Accounts of the United States’ における資産運用主体

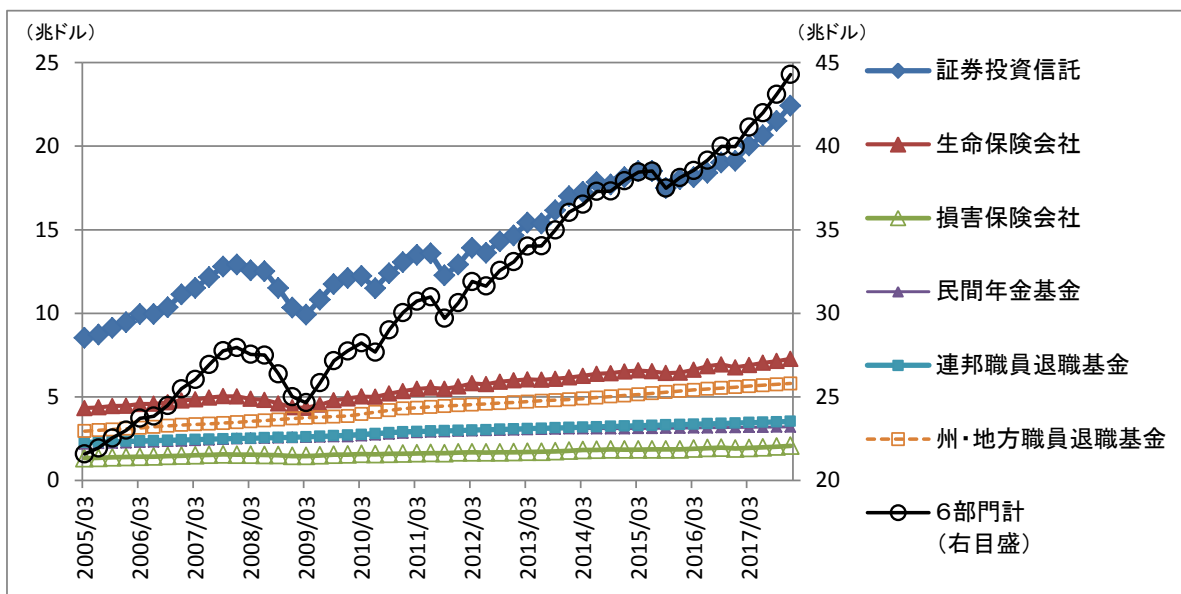
米国の連邦準備制度理事会 (FRB: Federal Reserve Board) ‘Financial Accounts of the United States’ は、日本の資金循環統計に該当する統計である。IMF 等の検討を経て、各国の資金循環統計の作成方法の調和が進められてきてはいるが、金融制度が異なるなどの事情もあり、単純に横並びで比較できるわけではない。そうした事情も踏まえつつ、前述までのわが国の分析と類似する米国の部門として、本レポートでは「証券投資信託」、「保険」（生命保険会社、損害保険会社）、「年金基金」（民間年金基金の確定給付、連邦職員退職基金の確定給付、州・地方職員退職基金の確定給付）の各部門を資産運用主体として取り上げることとする¹³。

資産運用主体に関わる 6 つの部門分類の金融資産残高の推移は図表 15 の通りである。6 部門計（単純合計）では、いわゆるサブプライム問題、リーマン・ショックに伴う金融危機後に減少したが、日本とは異なり、2009 年 3 月末を底に増加基調となっている。

各部門の金融資産残高は 2017 年 12 月末時点で、証券投資信託が一番多く、次いで生命保険会社、州・地方職員退職基金となっている。2005 年 3 月末以降の推移を見ると、証券投資信託は、前述の金融危機後など何度か減少局面もあるものの増加基調が続いており、2017 年 12 月末には 2005 年 3 月末の約 2.6 倍の資産残高となっている。6 部門計の増減の動きと証券投資信託の増減の動きは近似している。証券投資信託に比べれば緩やかであるが、他の部門の資産残高も増加基調となっている。

¹³ ‘Financial Accounts of the United States’ における用語の日本語訳については、日本銀行「欧米主要国の資金循環統計」（2000 年 11 月）に基づいている。ただし、その後の分類の変更などにより、同資料に該当する用語がない場合は、筆者による日本語訳である。また、「証券投資信託」は、「MMF」、「ミューチュアル・ファンド」、「クローズド・エンドファンド」、「ETF」の合計である。「保険」は「生命保険会社」と「損害保険会社」である。「年金基金」は、「民間年金基金」、「連邦職員退職基金」、「州・地方職員退職基金」である。「年金基金」はそれぞれについて内訳項目として「確定給付」と「確定拠出」に区分されているが、「連邦職員退職基金」、「州・地方職員退職基金」の「確定拠出」の比率は小さいので、後述する資産内訳については「民間年金基金」についてのみ、「確定給付」と「確定拠出」を分けて記述する。

図表 15 米国の資産運用を中心としている部門の金融資産残高の推移



(注) 民間年金基金、連邦職員退職基金、州・地方職員退職基金は確定給付。

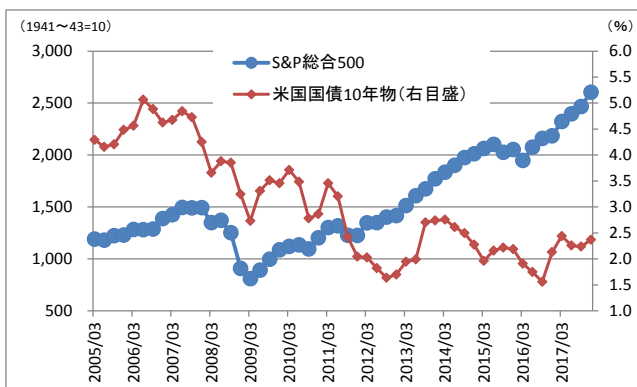
(出所) FRB 'Financial Accounts of the United States' (Haver Analytics よりデータ取得) より大和総研作成

また、本レポートで記述する期間（2005年3月～2017年12月）の米国の市場環境を大掴みする指標として、S&P総合500と米国国債市場金利（10年）の動向を図表16に示す。

S&P総合500はTOPIXと同様にいわゆるリーマン・ショック以降下落した。TOPIXがその後2012年まで低迷していたのに対し、S&P総合500は2009年3月末を底に上昇基調に転じている。2017年12月末は、2005年3月末の約2.2倍の水準となっている。

米国国債市場金利（10年）は2006年半ば以降下落基調にあり、2011年半ばに2%台となってからは、3%未満の水準を歩き来している。

図表 16 S&P総合500と米国国債市場金利（10年）



(注) 期中平均。

(出所) 米スタンダード&プアーズ、FRBより大和総研作成

4. 米国の各資産運用主体の金融資産残高

(1) 証券投資信託

‘Financial Accounts of the United States’では、証券投資信託という部門分類はないが、

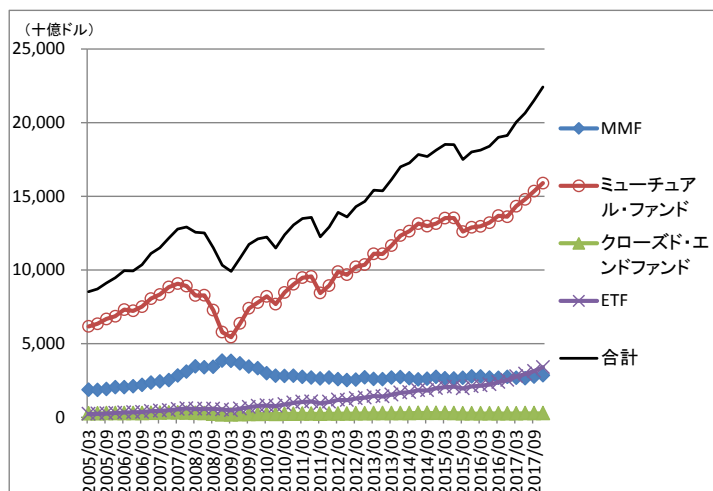
MMF、ミューチュアル・ファンド、クローズド・エンドファンド、ETF の合計を、日本の「資金循環統計」の証券投資信託に相当する分類として本レポートでは扱うこととする。

2005年3月末以降の証券投資信託合計の資産残高は（図表 17）、いわゆるサブプライムローン問題などが表面化しつつあった2007年12月末をピークに減少したが、2009年3月末を底に再び増加基調に転じている。ミューチュアル・ファンドが資産残高の大半を占め、証券投資信託合計の資産残高増減は、ミューチュアル・ファンドの資産残高増減と似たような動きとなっている。

2005年3月末でミューチュアル・ファンドに次ぐ資産残高であった

MMFは、2008年12月末をピークにやや減少し、その後は横ばい圏で推移している。ETFは増加基調で推移し、2017年3月末には、MMFの資産残高を抜いている。クローズド・エンドファンドは若干増加しているものの、ほぼ横ばい圏で推移している。

図表 17 証券投資信託の金融資産残高の推移



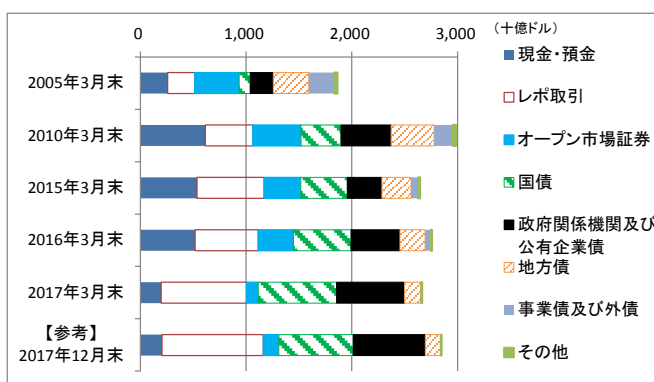
（出所）FRB ‘Financial Accounts of the United States’ (Haver Analytics よりデータ取得) より大和総研作成

① MMF

MMFは¹⁴、短期の流動資産を運用対象とするオープン・エンド型投信で、わが国の資金循環統計のMMF・MRF（証券投資信託の内訳部門）にほぼ相当する。

金融資産残高の内訳を見ると（図表 18）、オープン市場証券¹⁵が近年は減少している一方で、レポ取引と国債、政府関係機関及び公有企業債が増加している。米国でも金利低下が進行していた中で、少しでも収益を確保できそうな取引に移行していたと推測される。

図表 18 MMF の金融資産残高内訳



（出所）FRB ‘Financial Accounts of the United States’ (Haver Analytics よりデータ取得) より大和総研作成

¹⁴ FRBの解説書（‘Z. 1: Financial Accounts of the United States - All Table Descriptions’ (March 8, 2018)）ではMoney Market FundsをMMFsと略称しているが、本レポートではMMFとする。

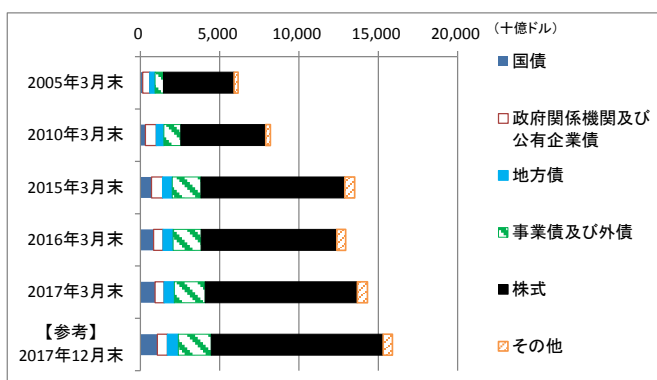
¹⁵ オープン市場証券は、「CPとBA（Bankers Acceptance：銀行引受手形）からなる。CPには、市場で直接発行されるもの（ダイレクトCP）とディーラーに引き受けられるものの双方が含まれる。「我が国の資金循環統計では、『CP』が対応する。ただし、ダイレクトCP及びBAは、把握・計上していない」とのことである（日本銀行「欧米主要国の資金循環統計」（2000年11月）より）。

② ミューチュアル・ファンド

ミューチュアル・ファンドは、MMF、ETF 以外のオープン・エンド型の投資信託である。前述したように米国の証券投資信託の中では最も資産残高が多く、資産残高は増加基調にある。

金融資産残高の内訳を見てみると（図表 19）、主な項目はいずれも増加しているともいえるが、株式の残高額が圧倒的に大きく¹⁶、2017年3月末は7割弱の構成比となっている。わが国の株式投信は、2017年3月末で上場株式の比率は2割強で、5割弱の対外証券投資と合わせると7割強となる。つまり米国のミューチュアル・ファンドはホームカンントリーバイアスが強く、わが国の株式投信は相対的に国際分散投資をしている特徴がある。

図表 19 ミューチュアル・ファンドの金融資産残高内訳



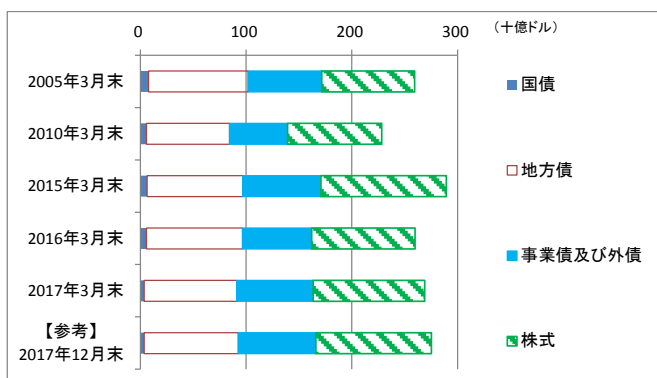
（出所）FRB ‘Financial Accounts of the United States’
（Haver Analytics よりデータ取得）より大和総研作成

③ クローズド・エンドファンド

クローズド・エンドファンドは、米国の証券投資信託の中では最も資産残高が小さい。

金融資産残高の内訳を見てみると（図表 20）、地方債、事業債及び外債、株式の3資産でほとんどを占めている。2017年3月末では、株式、地方債、事業債及び外債の順に資産残高が多くなっているが、2005年3月末からの推移をみると、この3資産のバランスを取った運用をしている傾向がみられる。

図表 20 クローズド・エンドファンドの金融資産残高内訳



（出所）FRB ‘Financial Accounts of the United States’
（Haver Analytics よりデータ取得）より大和総研作成

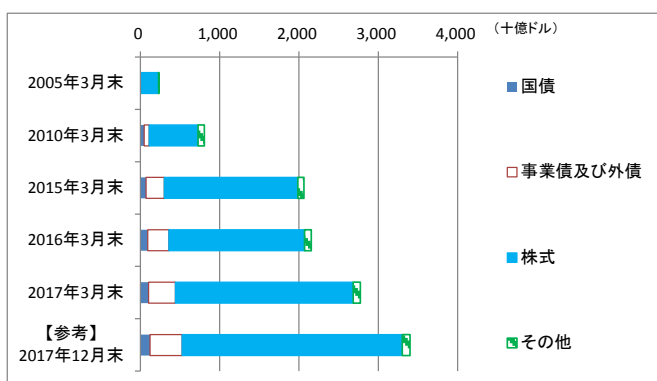
¹⁶ 日本銀行「欧米主要国の資金循環統計」（2000年11月）によると、「Financial Accounts of the United States」における取引項目としての「株式」は、「公開会社に止まらず非公開会社も対象となるほか、非居住者発行株式の居住者取得分も含まれが、実際には、ニューヨーク証券取引所、NASDAQ で取引される公開株式が、残高の殆どを占める」（原文ママ）とのことである。18年前の情報なので、そのまま直近の状況に当てはまるとは言えないものの、現状でも米国内株式が大半を占めるのではないだろうか。

④ ETF

ETF の資産残高は、ミューチュアル・ファンドに比べればまだまだ小さいが、順調に増加してきており、前述したように直近では MMF を抜いている。

金融資産残高の内訳を見てみると（図表 21）、株式が圧倒的に多く、2017 年 3 月末では約 8 割となっている。次いで、事業債及び外債が 1 割強の構成比である。

図表 21 ETF の金融資産残高内訳



（出所）FRB ‘Financial Accounts of the United States’
（Haver Analytics よりデータ取得）より大和総研作成

⑤ 証券投資信託のまとめ

米国の証券投資信託の金融資産残高の規模は、直近では大きい順にミューチュアル・ファンド、ETF、MMF、クローズド・エンドファンドとなっている。ミューチュアル・ファンドが大きく増加しており、ETF も順調に増加している一方、MMF は横ばい、クローズド・エンドファンドはほとんど存在感がない。増加基調のミューチュアル・ファンドと ETF は株式主体で次いで事業債及び外債で運用している。また図表 15 に示したように証券投資信託は他の部門よりも資産残高規模が大きい。

翻ってわが国では、証券投資信託の残高のほとんどが株式投信であるが、株式投信の資産運用先は対外証券投資が多くなっている。図表 1 で見たように、わが国の証券投資信託の金融資産残高は近年増加基調にあるものの、生命保険や公的年金を超える規模とはなっていない。米国の証券投資信託の状況と比較すると、わが国の証券投資信託は国内株式を中心としてさらに残高を伸ばせる可能性を持っていると思われる。

一方、投資家からすれば、リスクに見合うリターンが見込めるか否かが、当該資産の運用増減の判断基準になる。TOPIX と S&P 総合 500 の動きの相違に象徴されるように、わが国の国内株式投資は米国の国内株式投資に比べて、リーマン・ショック以降 2012 年末頃までの期間ではリターンの期待値が低かったと言えるだろう。足元では、わが国の企業の収益力も向上しており、株価にも反映されてきている。今後、わが国の株式市場の持続的な成長により、わが国の証券投資信託の金融資産残高が持続的に増加することが期待される。

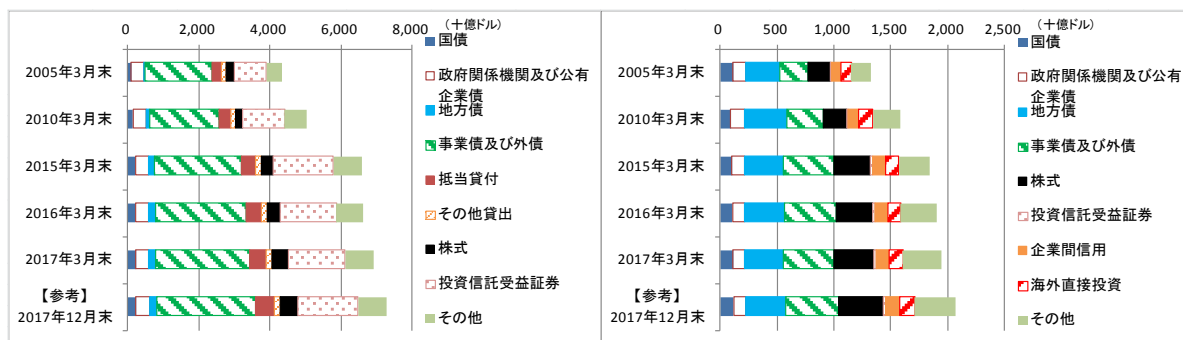
（2）保険

保険は 2005 年以降では、生命保険会社の金融資産残高が損害保険会社の 3~3.5 倍程度で推移している。

それぞれの金融資産残高の内訳は、図表 22 の通りである。生命保険会社では事業債及び外債が最も多く、次いで投資信託受益証券となっており、その次に株式と抵当貸付がほぼ同水準と

なっている。損害保険会社も事業債及び外債が最も多いが、次いで株式と地方債がほぼ同水準となっている。さらに、企業間信用と海外直接投資が株式等に次ぐ資産残高となっている。

図表 22 生命保険会社（左図）と損害保険会社（右図）の金融資産残高内訳



(出所) FRB ‘Financial Accounts of the United States’ (Haver Analytics よりデータ取得) より大和総研作成

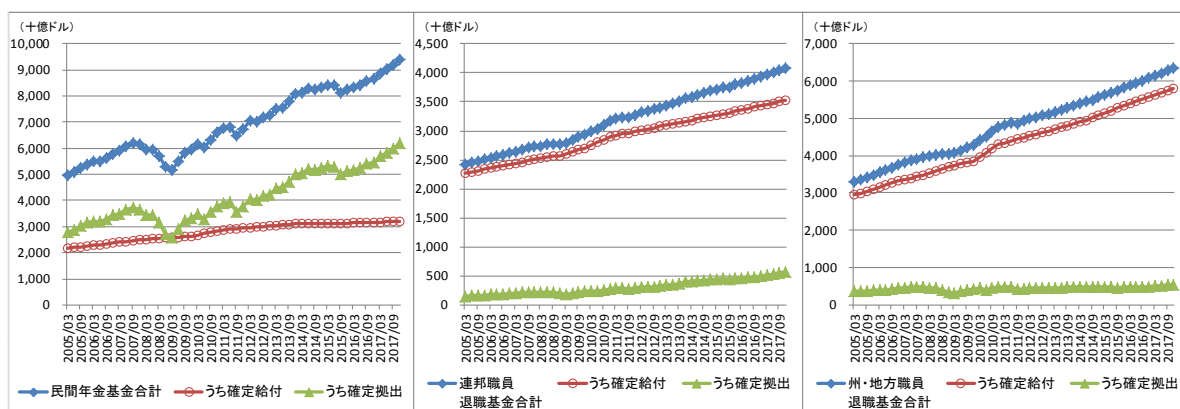
日本の保険では、生命保険が国債・財投債と対外証券投資、民間損保が上場株式、対外証券投資、国債・財投債が資産運用の中心であったことは前述した通りである。いずれも国債・財投債と対外証券投資が金融資産運用の中心となっていることは、米国と対比すると異なる特徴と言えよう。

(3) 年金基金

前述したようにFRB ‘Financial Accounts of the United States’ では、「年金基金」は、「民間年金基金」、「連邦職員退職基金」、「州・地方職員退職基金」の3部門があり、それぞれについて内訳項目として「確定給付」と「確定拠出」に区分されている。それらの金融資産残高は図表 23 の通りである。なお、ここではまとめて言及する際には退職基金も年金基金と表記する。

民間年金基金の確定拠出はリーマン・ショックに伴う金融危機時に資産残高が減少している時期もあるが、2005年以降の期間全体では、民間、連邦、州・地方いずれの年金基金も増加基調となっている。ただし、連邦職員退職基金と州・地方職員退職基金の確定拠出は相対的に資産残高が小さい。本レポートにおける資産運用主体という観点では、確定給付のみを取り上げても支障はないが、民間年金基金では確定拠出の方の資産残高が多いこともあり、ここでは、民間年金基金についてのみ確定給付と確定拠出を分けて記述し、連邦職員退職基金と州・地方職員退職基金については確定給付のみを記述する。

図表 23 民間（左）、連邦（中）、州・地方（右）の年金基金あるいは退職基金の金融資産残高



(出所) FRB 'Financial Accounts of the United States' (Haver Analytics よりデータ取得) より大和総研作成

① 民間年金基金

民間年金基金の確定給付の金融資産残高内訳では（図表 24 左図）、株式が最も多く、次いで近年では事業債及び外債、投資信託受益証券の順となっている¹⁷。確定拠出については（図表 24 右図）、投資信託受益証券が最も多く、次いで株式、未割当保険契約となっている。

日本の民間の年金基金の確定給付型では、対外証券投資が最も多く、国債・財投債がそれに次ぐ形となっている。米国に比べると国内の株式や事業債等の金融資産が相対的に少ない。日本の民間の年金基金では、規制等の影響もあり、負債側のデュレーションを考慮する ALM (Asset Liability Management)¹⁸の観点等に基づきリスク回避型の運用を実施しているところが多いことが、日米の運用資産残高の内訳の差となっていると思われる。

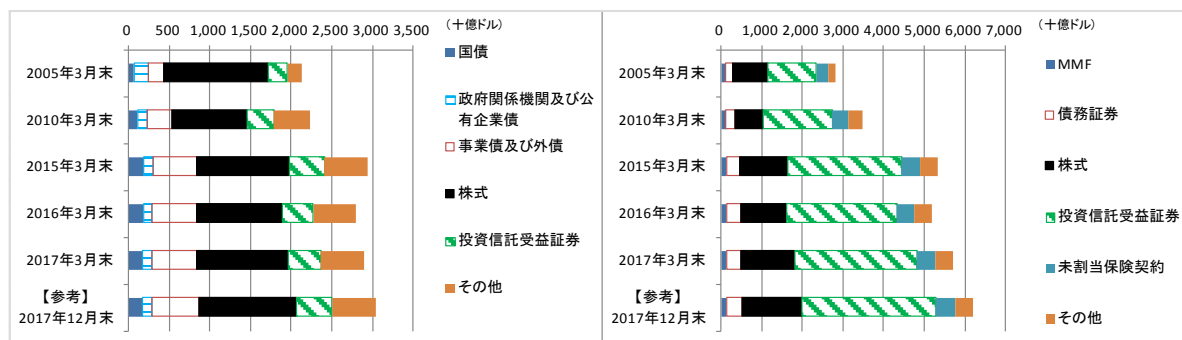
日本の民間の年金基金の確定拠出型では、現金・預金が金融資産残高の約半分となっている（残りはほぼ投資信託受益証券）。米国の確定拠出では現金・預金は、2017年3月末で金融資産残高の0.3%程度である（図表 24 では「その他」に分類）。わが国において老後に備えた積極的な資産形成の実現可能性を高めるためには、リスク性商品等に関する金融リテラシー教育を今後とも継続することが重要である。また、自ら資産選択をしない人向けのデフォルトの資産配分について、元本保証型商品主体からリスク性商品主体にする取り組みも進められている。今後、こうした取り組みが資金循環統計上にも表れてくるとと思われる。なお、2017年3月末の金融資産残高でみると、証券投資信託の約15.0%が民間年金基金の確定拠出経由の資金という計

¹⁷ 確定給付については、日本の年金基金と同様に「年金基金の対年金責任者債権」という取引項目があり、構成比の上位になっている時期もある。いわゆる運用対象資産ではなく、発生主義の貫徹に基づく概念上の取引項目であるのは日本と同様であるので、年金基金の対年金責任者債権を除いたベースで金融資産残高内訳の構成比を計算し、図表でも年金基金の対年金責任者債権は明示していない。

¹⁸ デュレーション (Duration) は、債券投資における元本の平均回収期間、あるいは金利変動による債券価格の感応度を示す指標。ALMは、総合的な資産と負債のリスク管理の手法。いずれも正確には専門的な説明を要するので、関心のある方は専門書などをご参照願いたい。

算になる（前述したように、同時期の日本の確定拠出型年金の企業型経由の資金は、証券投資信託の約 2.5%）。

図表 24 民間年金基金の確定給付（左図）、確定拠出（右図）の金融資産残高内訳



（注）確定拠出の債務証券はオープン市場証券、国債、政府関係機関及び公有企業債、事業債及び外債の合計。（出所）FRB ‘Financial Accounts of the United States’ (Haver Analytics よりデータ取得) より大和総研作成

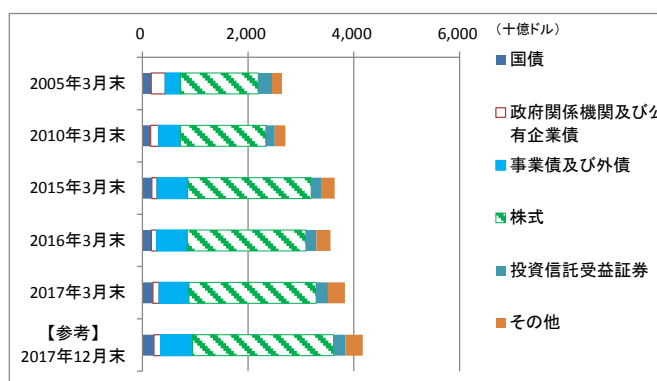
② 連邦職員退職基金

連邦職員退職基金の確定給付の金融資産残高は、2005 年以降の期間において一貫して国債が 97～99%を占めている。なお、「年金基金の対年金責任者債権」という取引項目については、民間年金基金と同様の取り扱いとしている。

③ 州・地方職員退職基金

州・地方職員退職基金の確定給付の金融資産残高の内訳をみると（図表 25）、2017 年 3 月末では株式が最も多く 6 割を超え、次いで事業債及び外債、投資信託受益証券となっている。なお、「年金基金の対年金責任者債権」という取引項目については、民間年金基金と同様の取り扱いとしている。

図表 25 州・地方職員退職基金の金融資産残高内訳



（注）確定給付。（出所）FRB ‘Financial Accounts of the United States’ (Haver Analytics よりデータ取得) より大和総研作成

州・地方職員退職基金も民間年金基金の確定給付と同様に運用の中心は、株式や事業債等の金融資産であると言える。

日本の公的年金は、近年は上場株式での資産運用を増加してきているが、国債・財投債での資産運用もまだ多いと言える。一方、米国では州・地方職員退職基金だけを見れば、株式や事業債等の金融資産での運用が大半を占めるが、ほぼ国債で運用している連邦職員退職基金も併せ考えると、公的債券の運用比率が大きいという点においては、日本の公的年金と大きく変わ

らないとも考えられる。日米の公的年金の資産運用を比較すると、対外証券投資の比重に相違があると言えよう。人口減少下にある日本の場合、アジアをはじめとする諸外国の成長力を取り込むことも大きな課題の一つであり、移民も含めて人口増加が続いている米国とは異なるのも自然とも考えられる。ただし、日本国内の事業会社の収益力向上の余地があると考えられるのであれば、国内の株式や社債などの金融資産での運用比率を現状より上昇させることも考えられよう。

5. 本レポートのまとめ

本レポートでは各資産運用主体の金融資産残高の状況を日米について概観した。その際、日本の運用状況の特徴を米国との対比で浮かび上がらせるという視点で記述しており、あくまで日本の現状分析が主体であり、米国は従的な位置づけで記述している。

資産運用を中心としている部門の金融資産残高の推移をみると、日米共に各部門合計（単純合計）の増減の動きと証券投資信託の増減の動きが近似している。米国では証券投資信託の増加が、6部門計の金融資産残高増加への寄与度が最も高い。一方、日本では証券投資信託の増加に加え、生命保険、公的年金が、7部門計の金融資産残高増加への寄与度が高くなっている。

日本は本レポートで対象とした期間を通じて、国債・財投債、対外証券投資、上場株式の金融資産残高構成比が相対的に大きい資産運用主体が多い。対外証券投資は2015年3月末以降も引き続き増加傾向にあるが、国内金融資産の残高についてはマイナス金利の影響が随所に表れているようである。米国の資産運用主体は株式や事業債等の金融資産での運用が多く、国債・財投債や対外証券投資が多い日本の資産運用主体とは様相が異なる。

米国の証券投資信託の残高増加の特徴は、株式の増加を主体としつつ事業債も増加していることである。わが国でも株式市場が持続的な成長を実現できれば、株式投資を主体として証券投資信託の残高増加が期待できるであろう。また、制度的な側面として、米国では民間年金基金の確定拠出からの資金流入も証券投資信託の残高増加に寄与している。2017年3月末の金融資産残高でみると、証券投資信託の約15.0%が民間年金基金の確定拠出経由の資金という計算になる。日本の確定拠出型年金の企業型経由の資金は、証券投資信託の約2.5%なので、単純比較すれば、まだまだ確定拠出型年金から証券投資信託への流入余地は大いにあると言えよう。

関連レポート

- ・ 中里幸聖、佐川あぐり「活力ある金融資本市場に向けて～焦点は金融資本市場の利用者～」（『大和総研調査季報』 2016 年秋季号（Vol. 24）掲載）

https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20161201_011455.htm
↓

- ・ 中里幸聖「財投、政策金融など『官』の資金の近況～官民ファンド、政策金融機関強化は、徐々に累積的な効果～」（大和総研リサーチレポート、2016 年 5 月 10 日）

https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20160510_010875.htm
↓

- ・ 金融調査部「資金循環統計（2015 年 10-12 月期）～今期から 2008SNA を踏まえた見直し後の新ベースで公表～」（大和総研リサーチレポート、2016 年 4 月 22 日）

https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20160422_010843.htm
↓

- ・ 佐川あぐり「公的年金運用改革は一元化後に本格化するか～被用者年金一元化を見据え各共済組合等も資産構成に変化がみられる～」（大和総研リサーチレポート、2015 年 11 月 16 日）

https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/asset/20151116_010320.html

- ・ 中里幸聖「財投、政策金融など『官』の資金に変化はあるか～資金循環から見た公的な法人の動向～」（大和総研リサーチレポート、2015 年 1 月 30 日）

https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20150130_009393.htm
↓

- ・ 中里幸聖「財政投融资と政策金融機関～ニュースで見かける官民連携のキーワード 第 6 回～」（大和総研「なるほど金融」、2013 年 9 月 11 日）

https://www.dir.co.jp/report/research/introduction/financial/public-private/20130911_007671.html