

2019年10月4日 全10頁

四半期金融レポート 2019年10月号

住宅関連の駆け込み需要は前回より鈍いが、家計の負債は増加基調

調査本部¹

[要約]

- 本レポートは、国内の金融循環や金融面での構造的な変化、その兆候を四半期ごとに点検することを目的としている。家計、銀行、生命保険・年金、企業、海外のそれぞれの動向を分析している。
- 家計金融資産のうち、2019年4-6月期において投資信託からは資金純流出となっているものの、インデックス型投資信託への堅調な資金純流入は継続している。また、前回の消費税増税前に比べ、新設住宅着工戸数は低調だが、低金利環境を背景に家計の負債残高の増加基調が続いている。
- 銀行の法人向け貸出の伸びは減速が続いており、増加を牽引してきた不動産業向けの貸出が特に減速している。生命保険・年金については、国内の低金利環境の中、外国債券への投資を積極化させている。対外証券投資では、ユーロ圏の金利低下を背景に、2019年1-3月期に大幅な取得超だった欧州向け中長期債が4-6月期には処分超に転じている。一方で、対日中長期債投資への資金純流入は続いており、日本の金利の長期から超長期ゾーンの下押し圧力となっている可能性がある。
- BOX では、EU 離脱に揺れる英国への日本からの直接投資の動向を扱っている。2016年の国民投票以降に日本の対英直接投資は実行額・回収額ともに活発化している。

内容

1. 主体別動向..... 2
 - (1) 家計：住宅関連の駆け込み需要は前回より鈍いが、家計の負債は増加基調..... 2
 - (2) 銀行（預金取扱機関）：減速続く法人向け貸出、個人への貸出は減速から反転... 3
 - (3) 生命保険・年金：対外証券投資が引き続き堅調に推移..... 4
 - (4) 企業：借入による資金調達が増加..... 6
 - (5) 海外：日本向け中長期債投資が続く..... 7
2. BOX：Brexit と日本の対英直接投資 9

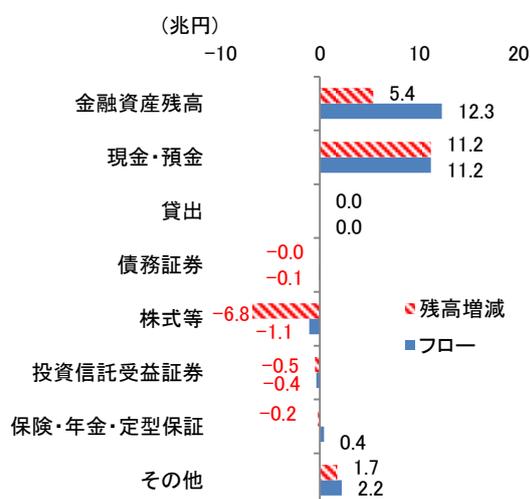
¹ 執筆者は、金融調査部より中村文香、柿沼英理子、坂口純也、森駿介。調査本部より岸川和馬。

1. 主体別動向

(1) 家計：住宅関連の駆け込み需要は前回より鈍いが、家計の負債は増加基調

- ◆ 日本銀行「資金循環統計」によると、2019年4-6月期の家計全体の金融資産残高は前期比+5.4兆円の1,860.3兆円となった。現金・預金残高が同+11.2兆円と増加に転じたほか、株式等(同▲6.8兆円)や投資信託受益証券(同▲0.5兆円)の減少が主な特徴となっている(図表1)。預貯金を4四半期後方移動平均で見ると、2019年4-6月期の流動性預金は同+6.8兆円と、2017年7-9月期のピーク以来横ばい基調となっている。定期性預金は同▲3.1兆円、原数値で見ると同▲2.1兆円となり、2016年1-3月期以降流出超過が続いている。
- ◆ 投資信託協会によると、2019年1~8月の投資信託ではインデックス型(ETF除く)が資金純流入、海外型や毎月決算型が資金純流出の主な要因となっている。ただし、毎月決算型は2019年5月から資金純流入に転じている。また、近年はアクティブ型と比べてインデックス型の残高伸び率が高い(図表2)。インデックス型は2013年以来残高・本数ともに堅調に増加しており、インデックス型の残高が投信全体に占める割合は2018年2月時点で約13%だったが、2019年8月には約17%まで上昇している。
- ◆ 2019年4-6月期の家計部門を負債から見ると、消費者信用は前期比▲1,161億円と5四半期連続の返済超となっている(図表3)。2017年9月から実施された金融庁の銀行カードローンの実態調査を契機に、貸出の縮小が続いているとみられる。また、足元の持家・分譲住宅の新設住宅着工戸数を見ると、2014年4月に比べて2019年10月の消費増税前の駆け込みは低調である(図表4)。一方で、家計全体の住宅ローン残高や世帯当たりの住宅・土地のための負債残高は増加しており、消費増税前の駆け込み需要よりも2016年以降のマイナス金利政策の導入や住宅ローン金利低下等が寄与している可能性が示唆される。

図表1 家計部門の金融資産の概況
(2019年4-6月期)



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

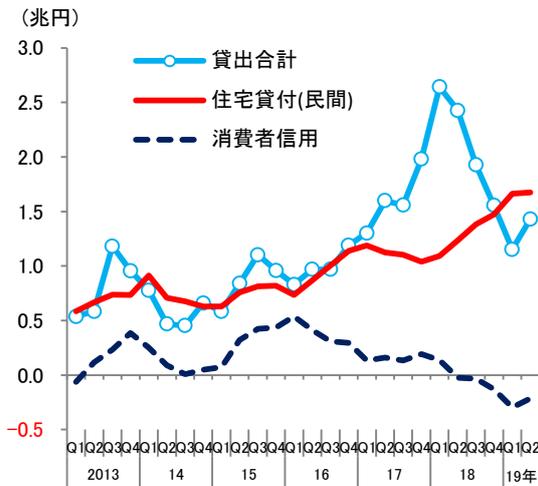
図表2 インデックス型・アクティブ型
投資信託残高の増減率 (前年比)



(注) 直近値は2019年8月。

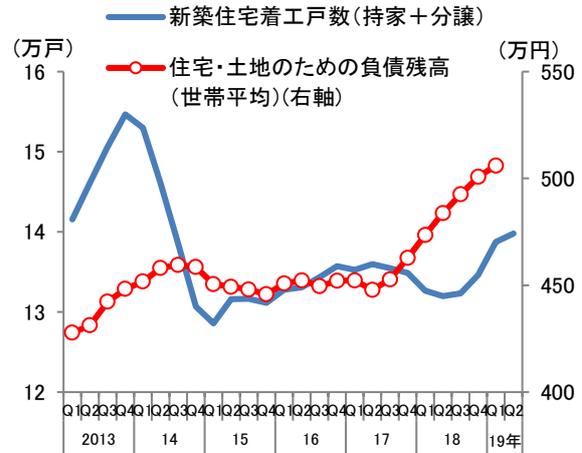
(出所) 投資信託協会より大和総研作成

図表3 家計部門の負債のフロー



(注) 4 四半期後方移動平均。
(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

図表4 住宅・土地のための負債(世帯平均)と新設住宅着工戸数

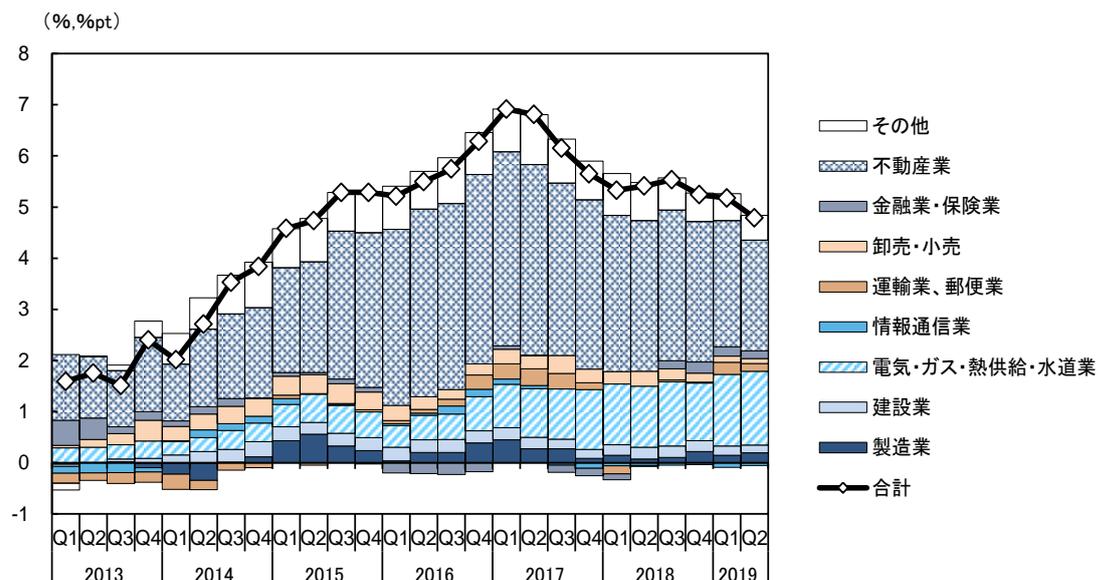


(注1) 農林漁家を含む二人以上世帯。
(注2) 4 四半期後方移動平均。
(出所) 総務省「家計調査」、国土交通省「建築着工統計調査報告」より大和総研作成

(2) 銀行(預金取扱機関): 減速続く法人向け貸出、個人への貸出は減速から反転

◆ 2019年4-6月期の法人向け設備資金貸出は前年同期比で+4.8%となった(図表5)。2018年7-9月期に同+5.5%のピークをつけて以降伸びが鈍化している。業態別に見るとここまですべて増加を牽引してきた不動産業向けの貸出が減速している一方、電気・ガス・熱供給・水道業向けの貸出は伸びが高まっている。

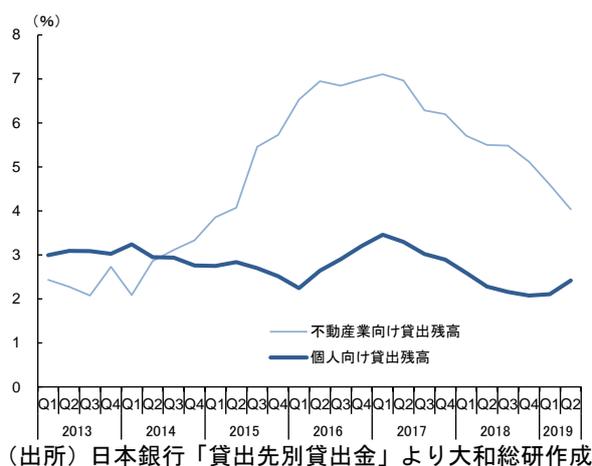
図表5 法人向け設備資金貸出の業種別内訳(前年比、寄与度)



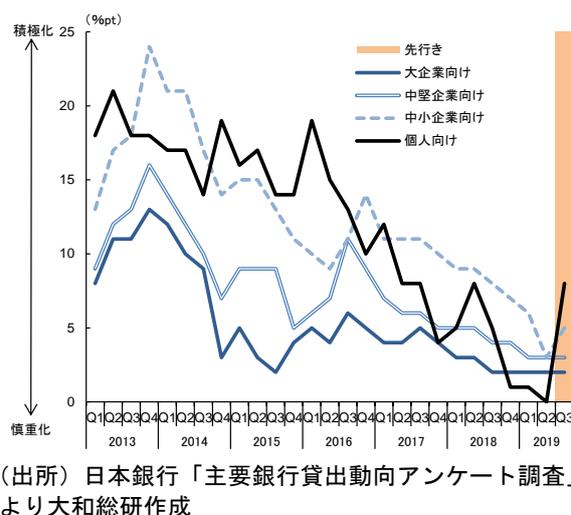
(出所) 日本銀行「貸出先別貸出金」より大和総研作成

- ◆ 消費増税前に駆け込みが生じると目されている不動産業に対する貸出残高を見ると（図表 6）、2017 年 1-3 月期の前年比+7.1%をピークに、減速が続いている。一方で同様に 2017 年 1-3 月期以降減速が続いていた個人向け貸出の伸びは、足元で反転している。また、銀行の先行き 3 ヶ月の個人に対する貸出スタンスを確認すると（図表 7）、貸出の積極化が見込まれている。7-9 月期には住宅等の駆け込み需要に対応するような貸出が増加している可能性がある。

図表 6 不動産業・個人向け貸出残高（前年比）



図表 7 貸出運営スタンス DI

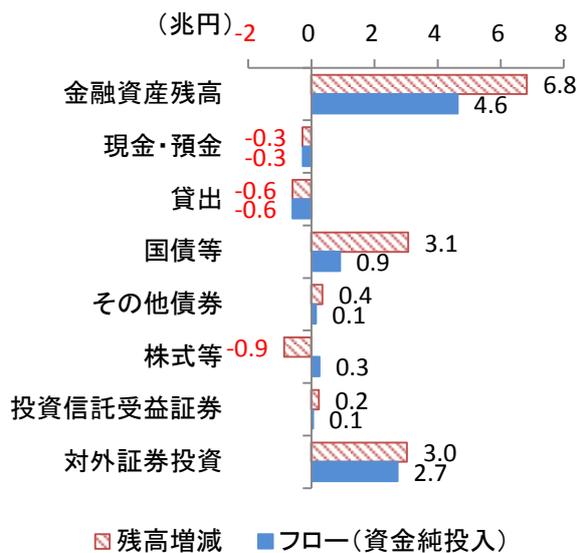


(3) 生命保険・年金：対外証券投資が引き続き堅調に推移

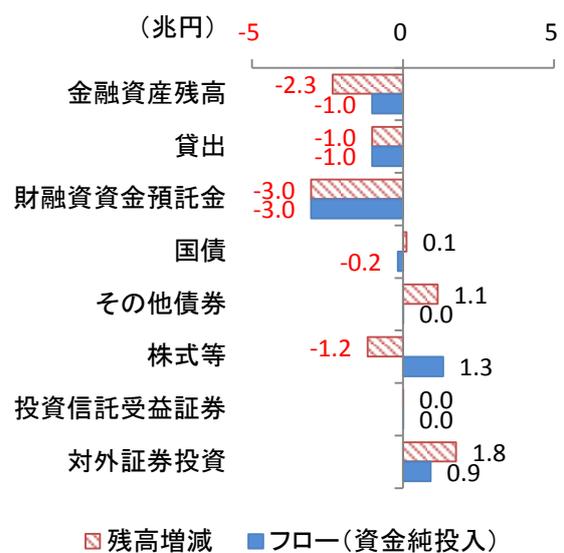
- ◆ 2019 年 4-6 月期における生命保険の金融資産残高は前期比+6.8 兆円の 395.5 兆円となった。国債価格の上昇や対外証券投資への資金流入が寄与した（図表 8）。同期間における公的年金の金融資産残高は、同▲2.3 兆円の 229.9 兆円となった。金融資産残高のうち最も減少したのは財政融資資金預託金であった（図表 9）。財政投融資預託金は 2001 年の財政投融資制度改革に伴い、預託義務が撤廃されたことから純引き揚げが続いていたが、2009 年の第 2 四半期以降、多少の振れはあるものの、残高はほぼ横ばいで推移している。
- ◆ 2009 年 4-6 月期は、FRB や ECB による利下げ観測が高まり、世界的に金利低下圧力がかかったことで日本の長期金利も低下した（債券価格は上昇）。国内の超低金利環境が継続する中、年金基金や生命保険は外国債券への投資を積極化させている。公的年金のうち、大きな割合を占める GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)の運用資産別の構成割合を見ると、外国債券の割合（2019 年 6 月末）は 18.05%と乖離許容幅(15%±4%)の上限に近付いており、GPIF の外債積み増し余力は限られているとみられる。今後、相対的に買入れ余力のある国内株式へ資金投入がなされるのか、運用計画を変更し、外債投資を拡大させるのか、注目される。
- ◆ 生命保険は 2019 年 4-6 月期に外債への投資を大きく増加させた（図表 10）。主体別に見る

ことはできないが、財務省・日本銀行「対外・対内証券投資」により中長期債の対外投資先を確認すると、2019年4-6月期は米国向けが最大であった。米国債は利回り水準が高く運用対象となり得るが、為替ヘッジコストが高く、ヘッジ付き外債は投資妙味が落ちると言われていた。円高局面に入ってから生保が為替ヘッジをしないオープン外債を積極的に活用したことが外債投資の増加として表れたのではないかと考えられる。

図表8 生命保険の金融資産の概況
(2019年4-6月期)

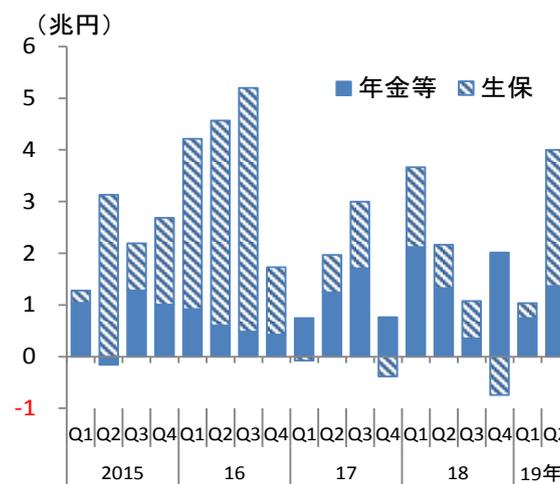


図表9 公的年金の金融資産の概況
(2019年4-6月期)



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成 (出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

図表10 生命保険・年金等の対外証券投資 (中長期債)



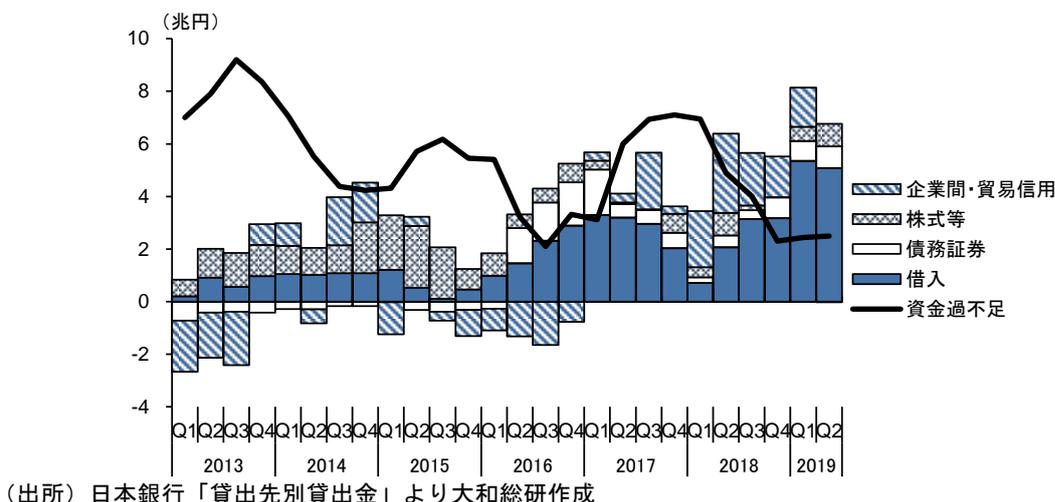
(注) 純投資額。年金等は信託銀行の信託勘定。

(出所) 財務省・日本銀行「対外・対内証券投資」より大和総研作成

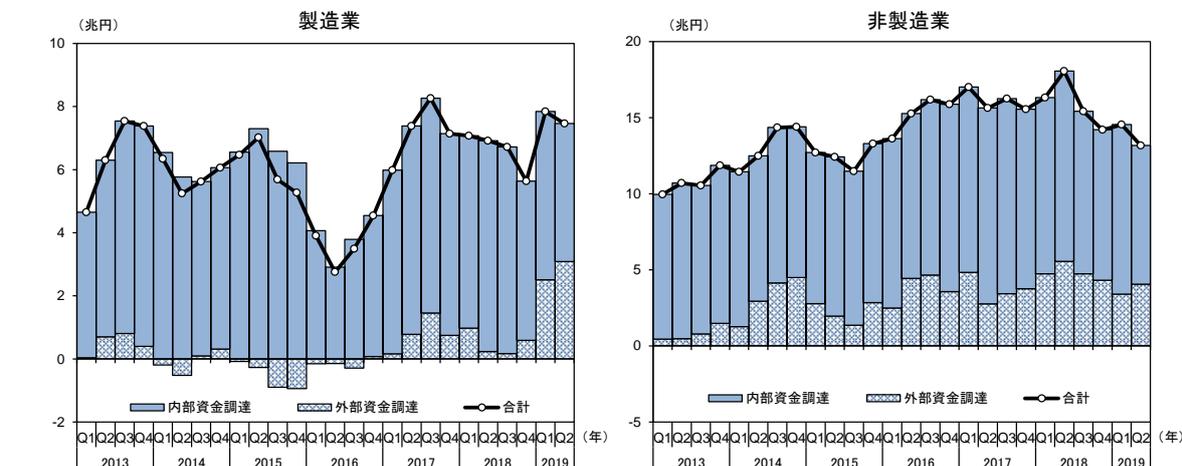
(4) 企業：借入による資金調達が増加

- ◆ 企業の負債は、借入を中心に増加が続いている（図表 11）。しかし、資産のフロー（運用）と負債のフロー（調達）の差である資金過不足は依然として資金余剰の状態にある。
- ◆ 資金調達額は 2019 年 4-6 月期において製造業・非製造業ともに減少している（図表 12）。ただし、製造業では外部資金調達が 2019 年に入ってから増加しており、内訳では借入の増加が特に寄与している。非製造業でも、資金調達額が減少する中、外部資金調達額は底堅く推移している。年初からの金利の低下がこれらの背景にあると考えられる。
- ◆ 製造業の資金繰り判断 DI は 2018 年第 2 四半期以降悪化傾向にある（図表 13）。外需の低迷を受けた収益の悪化が資金繰りの余力を下押しし、前述の借入の増加につながっていると考えられる。

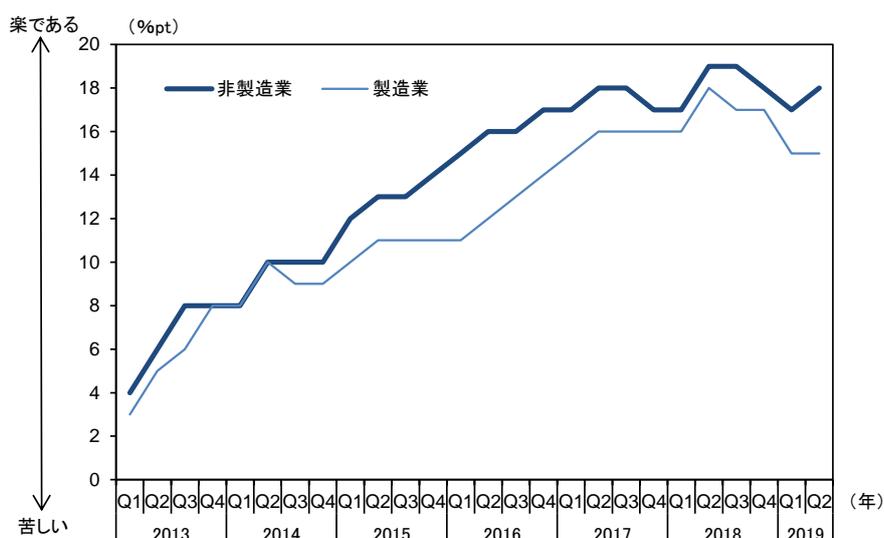
図表 11 非金融法人の資金フロー（負債側）



図表 12 非金融法人の資金調達



図表 13 資金繰り判断DI

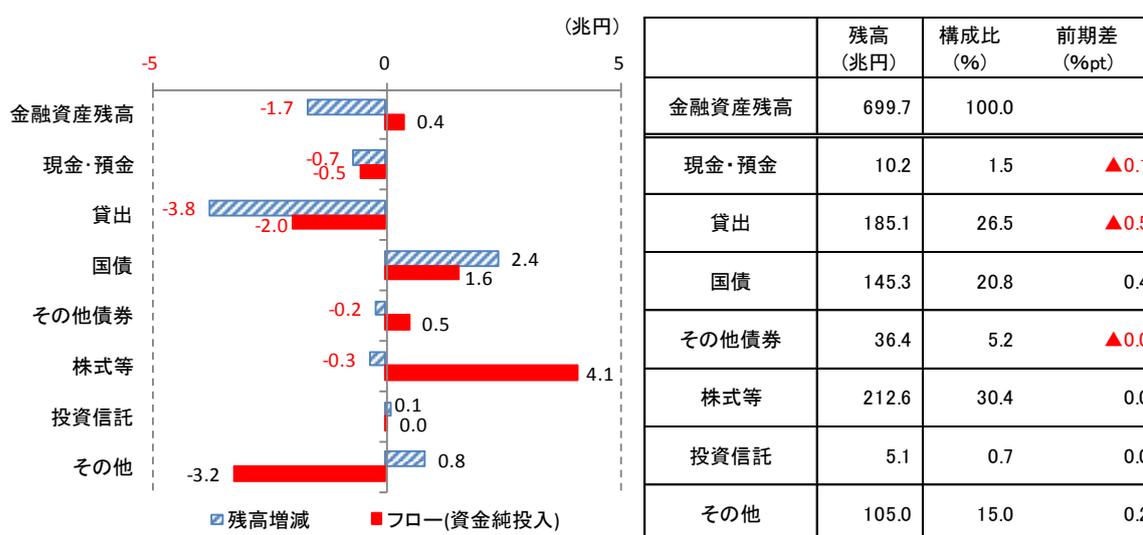


(出所) 日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」より大和総研作成

(5) 海外：日本向け中長期債投資が続く

- ◆ 2019年4-6月期の海外部門の金融資産残高は、699.7兆円（前期差▲1.7兆円）と減少に転じた（図表14）。株式等はフローが+4.1兆円と大幅に増加した。一方、**国債（国庫短期証券と国債・財投債の合計）**はフローが+1.6兆円と、3四半期連続の資金流入となった。

図表 14 海外の金融資産の状況（2019年4-6月期）（左図：フロー等、右図：残高）



(注1) 国債は国庫短期証券と国債・財投債の合計。

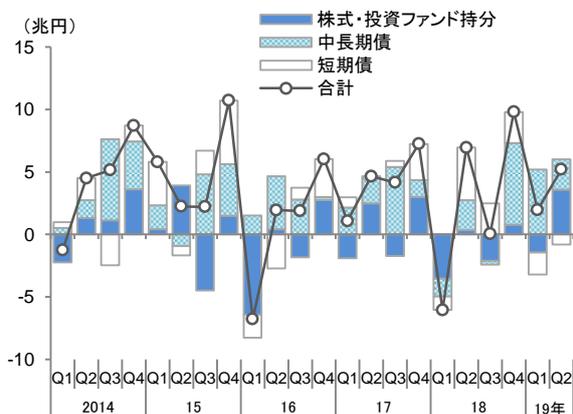
(注2) 残高増減には価格の変動が含まれる。

(注3) 残高増減は前期差。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

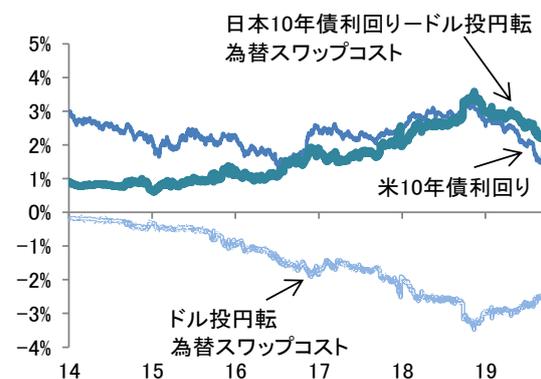
- ◆ 2019年4-6月期の対内証券投資はネットで前期比プラスとなり、特に株式・投資ファンド持分への投資が増加した。5月に一時落ち込んだものの、年初から米国の株価は上昇基調にあり、一部でリスクオンムードとなったことから、日本の株式等にも資金が流れた可能性がある。中長期債は、流入超過幅は縮小したものの、3四半期連続の流入超となった（図表15）。2014年以降、ドル投円転コストは低下を続けており、ドルを円転した上での日本国債への投資利回りは、2018年9月末以降、米国10年債の利回りを上回っている（図表16）。マイナス金利でも収益を得られる海外投資家が中長期債を中心に国債を購入していると推察される。国債・財投債の海外投資家比率は2013年度以降上昇を続けており、保有額も増加している（図表17）。2019年初年から9月にかけて、日本国債の長期から超長期ゾーンの利回りは低下傾向にあったが、その背景にはこうした海外投資家の動向も影響していたのではないだろうか。

図表15 対内証券投資（ネット）



（出所）財務省・日本銀行「対外・対内証券投資」より大和総研作成

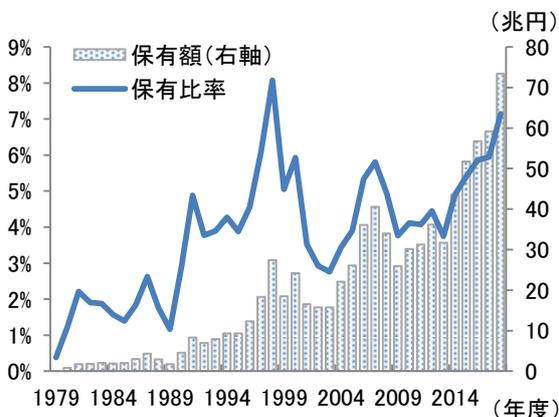
図表16 米国長期金利と為替ヘッジコストを加味した日本の長期金利



（注）為替スワップは3ヵ月物。直近値は2019年9月23日。

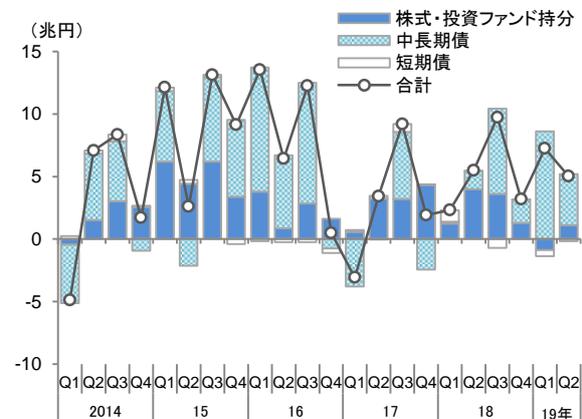
（出所）Bloombergより大和総研作成

図表17 国債・財投債の海外投資家比率



（出所）日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

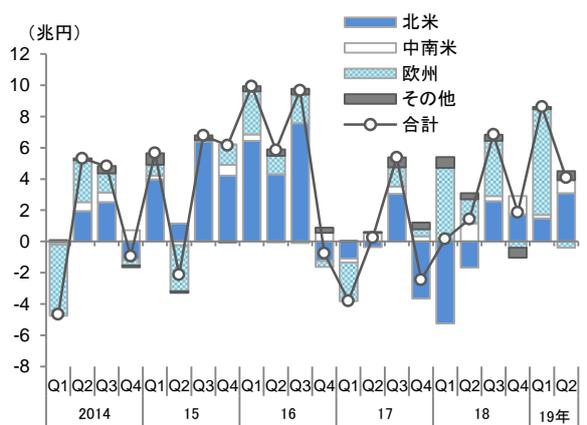
図表18 対外証券投資



（出所）財務省・日本銀行「対外・対内証券投資」より大和総研作成

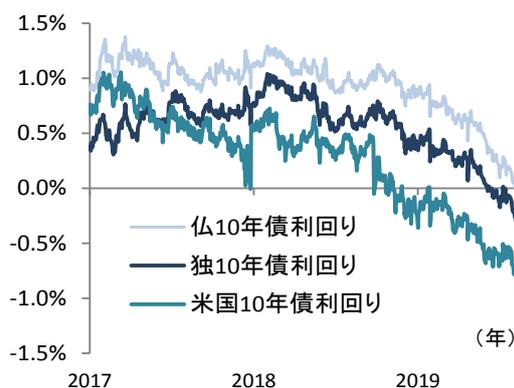
- ◆ 2019年4-6月期の対外証券投資はネットで+5.0兆円の取得超であった(図表18)。中長期債の買い越し額は前期から縮小した。中長期債について地域別に見ると、前期は大幅な取得超となっていた欧州向けの投資が今期は処分超に転じており、米国向けの買い越し額が拡大している(図表19)。ユーロ圏の国債利回りが大きく低下したことにより、マイナスの円投ユーロ転コストを加味しても安定した利回りを確保できなくなったことが背景にある可能性がある(図表20)。為替ヘッジを行わず、比較的利回りの高い米国債に投資を行っている可能性があるだろう。

図表19 地域別対外証券投資(中長期債)



(出所) 財務省・日本銀行「対外・対内証券投資」より大和総研作成

図表20 為替ヘッジ後の各国債券利回り



(注1) 米国は円投ドル転、仏・独は円投ユーロ転の為替ヘッジコスト(3ヵ月物)を控除した国債利回り。

(注2) 直近値は2019年9月23日。

(出所) Bloombergより大和総研作成

2. BOX : Brexit と日本の対英直接投資

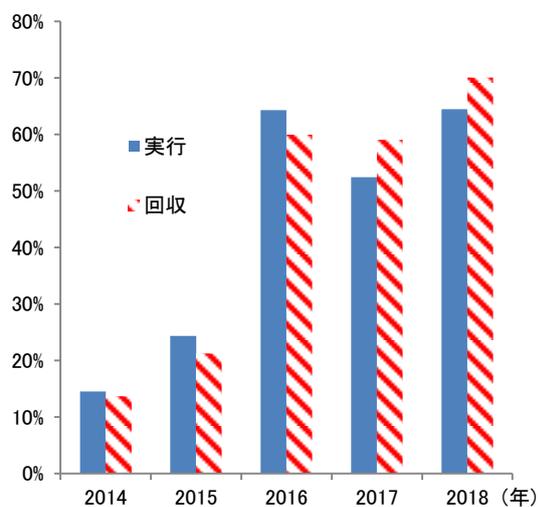
日本から英国への対外直接投資(FDI)のネットで見た実行額(実行額-回収額)は、2019年4-6月期に回収超に転じた。英国のEU離脱(Brexit)による不確実性が投資を抑制したようにもみえるが、2016年の国民投票以降、日本の対英FDIはどのように変化したのだろうか。

直感的には、英国がEUの関税同盟から脱退するリスクを嫌った企業が、英国から資本を回収してEU(英国を除く)へ投入すると想像できる。すなわち、ネットで見たFDIは英国向けが回収超、EU(同)向けが実行超となるシナリオである。ところが、実際には日本から英・EU(同)へのFDIのネットで見た実行額は国民投票前後で大差ない。日本からのFDIを実行額・回収額別に見ると、ともに2016年以降に英国向けが増加した一方、EU(同)向けは大幅に減少した。これをわかりやすくするために、日本の対英FDIが対EUのFDIに占める割合を年平均で見たものが図表21である。この割合は2015年まで実行・回収ともに2割程度で推移してきたが、国民投票以降に急上昇し、2018年まで6割程度を保っている。なお、2014年以降の対英FDIの内訳を産業別に見ると、各年によって回収超・実行超の要因は様々であるものの、全体として通信

業やサービス業、金融・保険業といった非製造業の影響が大きい。また、対英 FDI 残高の約 9 割を株式投資が占めているが、2016 年 9 月のソフトバンクグループによる ARM ホールディングス買収を除き、対英 FDI 額を左右するような個社の大型投資案件は見られなかった。以上のような対英 FDI の活性化および対 EU の FDI の不活性化は、日・EU 間を行き来していた資本の動きが日英間へと移るといふ、直感とは異なるシナリオが実現したことを示唆するだろう。

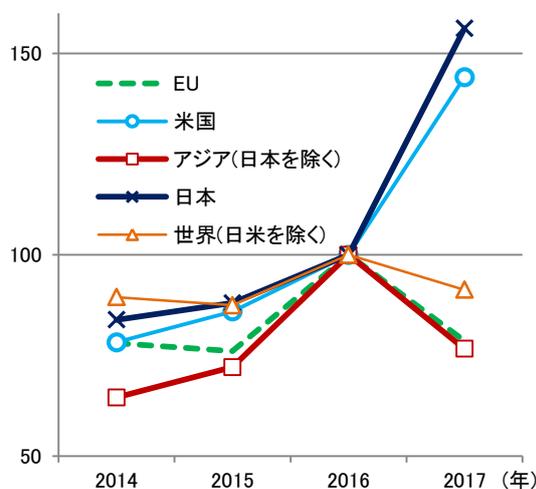
この現象は米国でも見られる。図表 22 は世界の主要地域の対英 FDI 実行額を表しているが、2017 年に EU の対英 FDI が減少する一方で、日米の対英 FDI は増加している。一つの仮説として、Brexit に伴う対円・対ドルで見たポンド安が英国への FDI を促進したという見方もあろうが、対人民元や対ユーロで見ても国民投票後にポンド安が進展しており、日米の特異な動きを説明する根拠たり得ないだろう。そこで、もう一つの仮説として、日米・EU と英国の間の貿易構造の相違が FDI の動きを左右している可能性が考えられる。実際、日米から英国への輸出のうち消費財が 2 割前後を占める一方で、EU 主要国から英国への同割合は 5 割弱に上るといふ違いもある。日米・EU それぞれの主要産業や、英国が最終財の輸出先であるのか、サプライチェーンの一部であるのか等の違いによって、各国の FDI が Brexit から受ける影響が異なる可能性があるだろう。

図表 21 日本の対英 FDI フローが対 EU の FDI フローに占める割合（実行・回収別）



(出所) 財務省・日本銀行「対外・対内直接投資」より大和総研作成

図表 22 世界の各地域の対英 FDI 実行額 (2016年=100)



(出所) Office for National Statistics より大和総研作成