

2012年3月15日 全10頁

銀行の国債保有が預金を増やす

資本市場調査部
土屋 貴裕

資金シフトの影響が剥落してもなお、銀行の国債保有増が預金の増加へ

[要約]

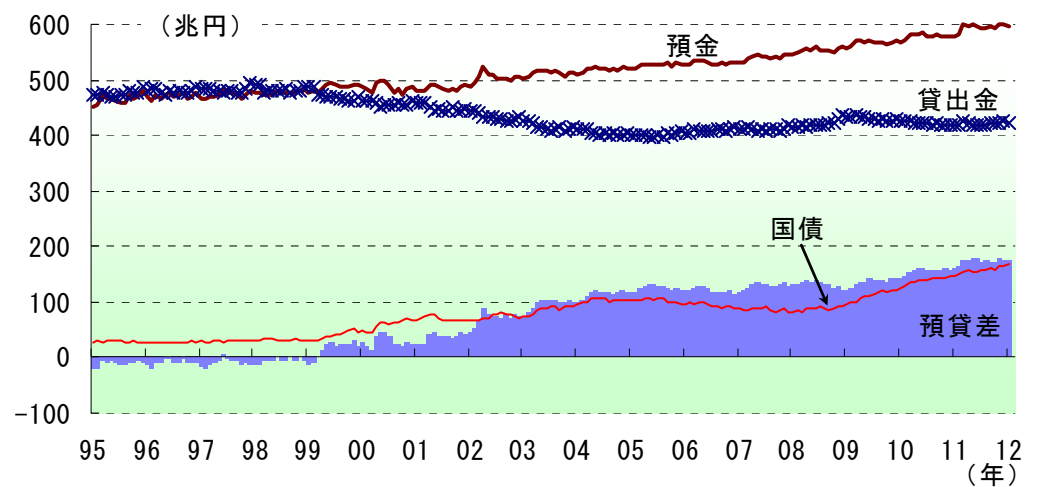
- 銀行は非銀行部門への与信拡大によって、銀行預金を銀行自身によって作り出すことができる。国債保有が増加した場合も、政府の財政支出が民間非銀行部門の預金となる。
- 財投改革や定額郵便貯金の集中満期によって、財政融資資金への預託金が国債保有等に振り替わり、預金の業態間シフト等が生じた。銀行等の国債保有と預金の増加の一部はこうした資金のシフトであった可能性があり、2008年前後まで続いた。
- 資金シフトの動きが落ち着いてきた2008年前後からは、銀行等の国債保有増は、預金の増加につながっている可能性が示唆される。
- 国債保有の積み上げ余地は、自己資本の積み上げ状況等の個別金融機関の事情によって異なり、創出された預金の行方は人口移動等の影響も受けるだろう。
- 銀行等による国債保有と預金の増減は銀行行動次第であり、長期的に銀行行動や非銀行部門の資産選択を規定しているのは、国債を発行している日本政府が信認を得られるかということである。

預金と銀行保有国債の関係

貸出金は横ばいだが
預金と国債保有は増加

国内銀行（銀行勘定）の資産・負債の構成をみると（図表1）、貸出金は1990年代末頃から2004年前後にかけて減少したが、その後の残高は横ばいに近い。一方、預金はほぼ一貫して増加傾向である。2000年代前半に、銀行の国債保有が増え始めたのは、減少し始めていた貸出を代替する資産であったかもしれないが、貸出の減少が一服した後も、国債保有は増加し続けた。預貸差を埋め合わせる格好で国債の保有が増えているが、貸出金は概ね横ばいであることから、預金と国債保有が揃って増えていたことになる。例えば、国債保有が増え始めた2002年末と2011年末を比較すると、国債保有額の増分と預金の増分は概ね一致する。

図表1 国内銀行（銀行勘定）の資産・負債構成の変化



（注）月末残。預金に譲渡性預金は含まれていない。国債には国庫短期証券等を含む。
（出所）日銀より大和総研作成

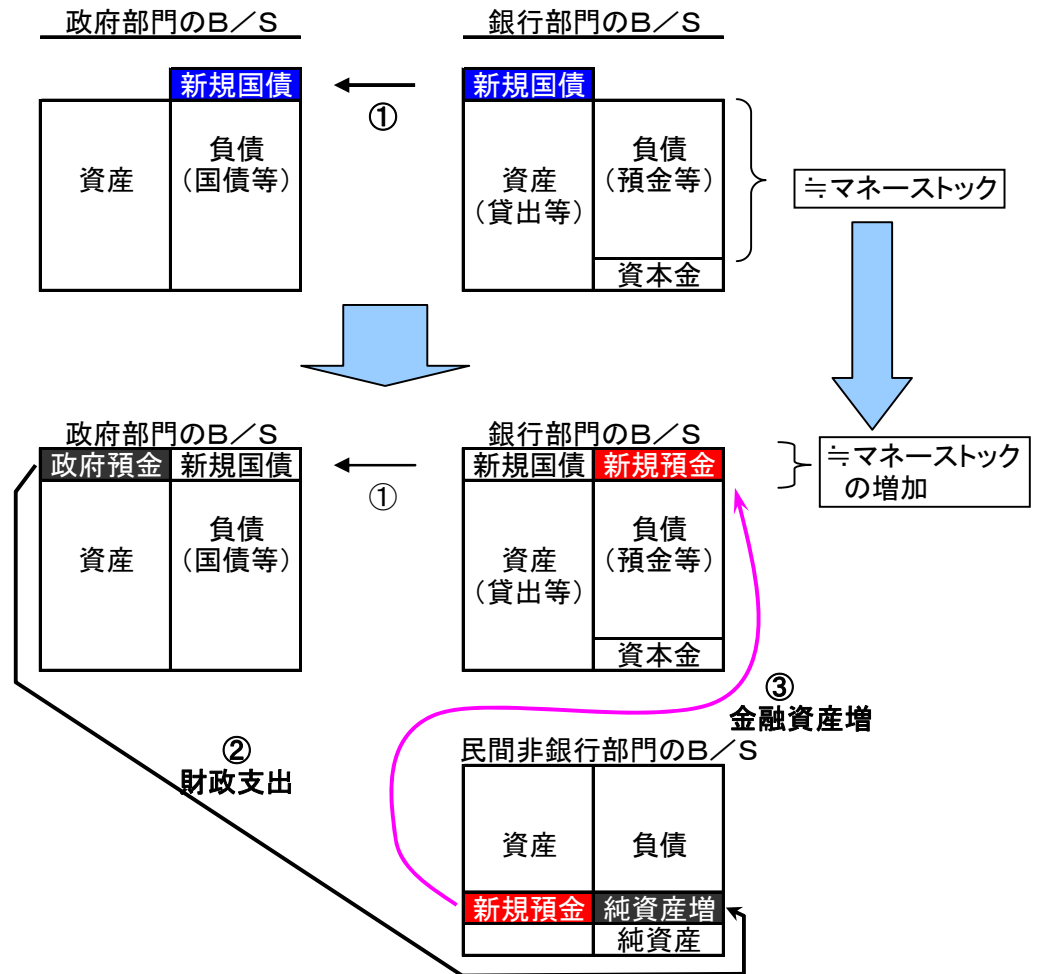
銀行与信が預金を創
出する信用創造

こうした銀行による国債保有と預金の増加をどう理解すべきだろうか。中央銀行と預金通貨銀行の合計である銀行部門（通貨発行銀行）が貸出を増やすと預金（≒マネーストック¹）が増えることは、信用創造と呼ばれる。例えば、銀行が企業に貸出を行うと、企業は借入れた資金を預金として保有するか他への支払いに充て、借入れた企業または支払いを受けた先において、ほぼ同額の預金が増えることになる。あくまで原則であり留意点は後述するが、この仕組みは貸出の場合に留まらず、非銀行部門への与信が増加すれば、同様に預金の増加につながる。

図表2において、銀行部門が新たに政府部門が発行する国債の保有を増やすと（図表2の①）、政府は国債を通じて得た資金を消費や投資の支出に用い、政府の支出は他の主体の所得となる（同②）。こうして得られた非銀行部門の資産はタイムラグを伴うものの、預金等の増加につながるマネタイゼーション（貨幣化）となる（同③）。銀行部門が国債購入を増やし続ける間、政府の支出等が政府預金または民間非銀行部門の預金の増加となるのである。金融資産は必ず誰かの金融負債であるが、銀行部門の与信拡大は銀行部門の金融資産の拡大と同義であり、預金という金融負債は銀行自身が作り出すことができるのである。

¹ 旧マネーサプライ統計。マネーサプライまたはマネーストックは、主に民間非銀行部門である通貨保有主体が保有する金融資産の動向を表す。マネーサプライ統計のM2+CDや、マネーストック統計のM3の大部分が現金と預金。

図表2 銀行部門が国債を買うとマネーストック（≒預金）が増える



(注) 「B/S」はバランスシート。
(出所) 大和総研作成

銀行が国債保有を増やした際の預金増減の留意点

ここで銀行与信の増減がそのまま預金の増減につながるとは限らず、留意点が3つ指摘できる。①資金シフトが生じた場合、②個別金融機関の事情、③海外への資金流出、である。

①資金シフトが生じた場合

1点目の留意点は、資金シフトが生じた場合である。具体例として、民間非銀行部門が、郵便貯金やMMFから銀行預金へ資金を移したり、国債を購入して預金の増減要因となった2000年代の前半を取り上げる。この時期は日本の金融システム不安がくすぶり、同時に定額郵貯の集中満期(2000~2001年度)や、ペイオフ解禁(部分解禁が2002年度、全面解禁が2005年度から)に備えた動きが生じた。郵便貯金はかつてのマネーサプライ統計では、主要指標のM2+CDに含まれず、広義流動性にのみ含まれていたことを利用する(図表3)。

広義流動性の前年同月比に対し、2000年11月から郵便貯金はマイナス寄与に転じた。同時に民間銀行の預金が大部分を占めるM2+CDのプラスの寄与度は拡大し、民間非銀行部門の金融資産は、銀行等の預金(≒M2+CD)等の一部シフトしたと

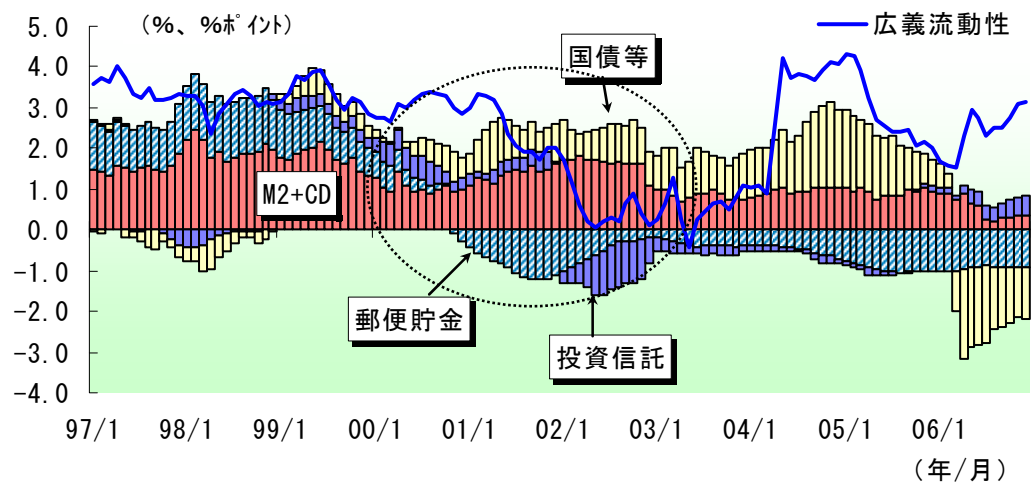
みられる。その後も郵便貯金からの資金流出は続き、同時に国債等の保有も増加した様子が見てとれる。国債の保有増には、ペイオフ解禁に備えた対応が含まれるだろう。一方、日本の金融機関の経営不安を背景に保有が増えていた投資信託は、MMFの元本割れが発生したことに伴い、2001年の終わり頃から2002年にかけて大量に資金が流出した。

定義の範囲や一つの取引の先の取引

現在はゆうちょ銀行の預金もマネーストックに含まれるが、当時は含まれておらず、広義流動性に中立であっても預金（≒M2+CD）の増減要因となった。「銀行部門」の定義の範囲によって「預金」の動向が異なる例であり、部門や資産の範囲の定義が異なることを念頭において考察すべきことが示唆されよう。

また、一つの取引だけではなく、その取引の先にある取引まで含めて考えるべきである。例えば、非銀行部門が国債保有を増やせばマネーストック（≒預金）が減少するが、国債で資金を調達した政府が財政支出を行えば、預金は非銀行部門の預金となり、結果的にマネーストックは増減しない。ただし、既発行国債を銀行から買えば、マネーストックは減少する。投信等の場合は、非銀行部門が預金から投信へ資金をシフトさせても、投信が新たに保有する資産を購入すると、その当該資産を売却した主体の預金となって、マネーストックは増減しない。

図表3 広義流動性の前年同月比と寄与度分解



(注) 旧統計の平残。主な項目のみ。前年同月比寄与度。
(出所) 日銀より大和総研作成

②個別の金融機関では異なる

マクロ的に銀行部門全体の預金が増えたとしても、個別の銀行では、様々な要因によって業態や地域によって預金の増減に差が出る。個別金融機関の信用リスクが警戒されるときは言うまでもないが、前述した2002年度のペイオフ部分解禁時には、相対的に規模が大きい都銀の預金が大幅に増加し、また日銀の負債である日銀券も大幅に増加した。日常的にも個別の金融機関の資金過不足は生じ、預金を含めた金融機関間の資金過不足を均すのがインターバンク市場等となる。

この他、中長期的な地域間等の人口移動や相続、贈与が行われる時も、金融機関毎に預金が増減する機会と考えられよう。

③海外への資金流出

非銀行部門による資産選択の一部でもあるが、海外への資金流出が生じた場合は、銀行部門による与信拡大があっても預金増加にはつながりにくくなる。だが、

現在は経常収支黒字であり、すなわち海外の資金不足を日本国内の貯蓄で賄っている状況である（海外への投融資に伴う資金流出）。よほど大規模でなければ、資金流出による影響は程度の差に過ぎない。さらに、国内主体から投融資されて受取った資金を、海外主体が日本の財・サービス、金融資産等の購入に充てれば還流されることになるから、影響は海外主体の行動次第ということになる。

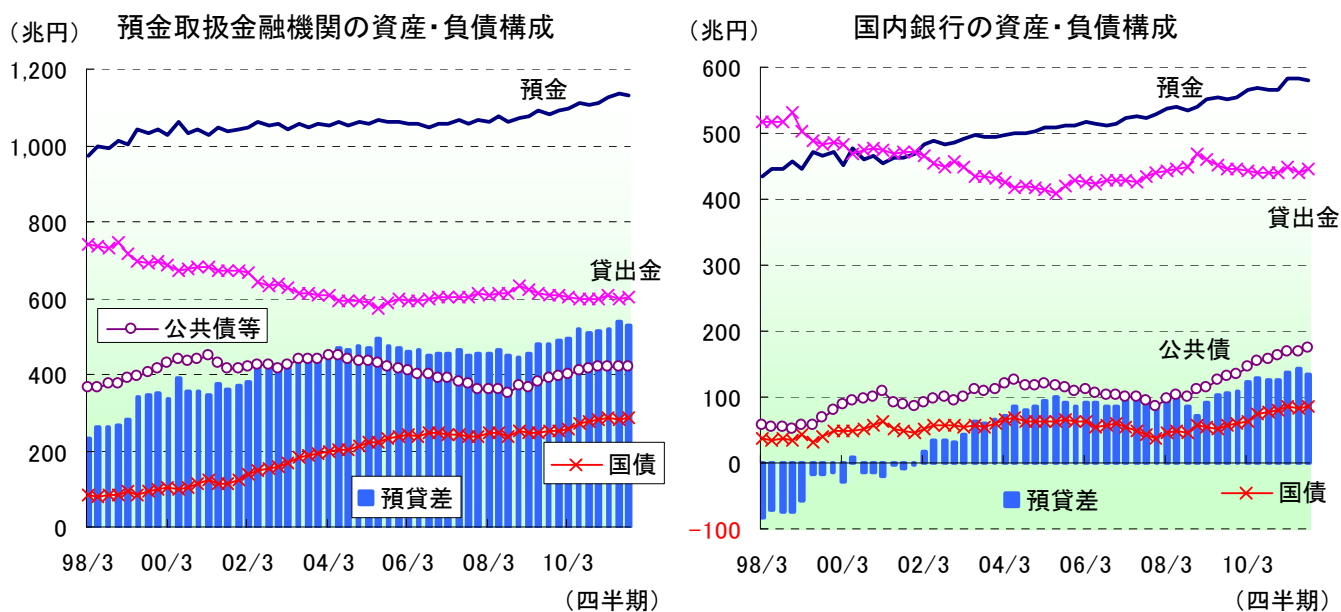
金融機関間の資金シフトを踏まえて

預金増減の一部は金融機関間のシフト

金融機関間の資金シフト等を念頭に、国内銀行の他、ゆうちょ銀行を含む中小企業金融機関等、農林水産金融機関、在日外銀等を合わせた預金取扱金融機関²での資産・負債構成をみてみよう（図表4左）。預金取扱金融機関全体でも、貸出金残高は2004年頃から横ばいで、預金と国債保有額の増加、国債保有額と預貸差の連動性が確認できる。また、2008年頃から国債保有額の増加ペースが加速した感があるが、それは同時に預金の増加を伴っている様子が見られる。

もっとも、預金取扱金融機関全体の預金は、国内銀行の預金（図表4右）ほど一貫した増加を示していない。同時期にゆうちょ銀行（郵便貯金）を含む中小企業金融機関等の預金は減少したことから、金融機関間の預金のシフトがあったことが示唆されよう。

図表4 預金取扱金融機関の資産・負債構成



(注) 四半期末。国債は国債・財融債。預金は流動性預金＋定期性預金で外貨預金等は含まれない。貸出は民間金融機関貸出でコールやレポは含まれない。公共債は国債・財融債＋地方債＋政府関係機関債＋国庫短期証券。預金取扱金融機関の「公共債等」は公共債＋財政融資資金預託金。

(出所) 日銀より大和総研作成

² 銀行の合併等のほか、在日外銀に分類されていた銀行が日本法人格を取得し、統計上の分類も国内銀行に変更されるなど、集計対象の変化が生じた。また、農林水産金融機関は系統組織であるが、それぞれ別個の投資主体であるとしてバランスシートは統合されず、グロス表示されている点には留意が必要である。

財投改革等の影響で 時期を分けて考える

足もとの10年ほどの間で、資金循環動向がわかりにくくなったのは、2001年度から財政投融资改革（以下、財投改革）が始まったことと、2000～2001年度の定額郵貯集中満期によって資金シフトが生じたためと考えられる³。こうした資金シフトを踏まえた場合、1990年代後半以降の預金取扱金融機関の資産構成の変化は、時期も重なり厳密ではないが、以下の3つ程度の時期に分けて考えることが妥当だろう。①2000年代前半までの貸出金が減少した時期、②財投改革の影響による2008年頃までの資金シフト期、③2008年頃以降の資金シフト一服後、となる。

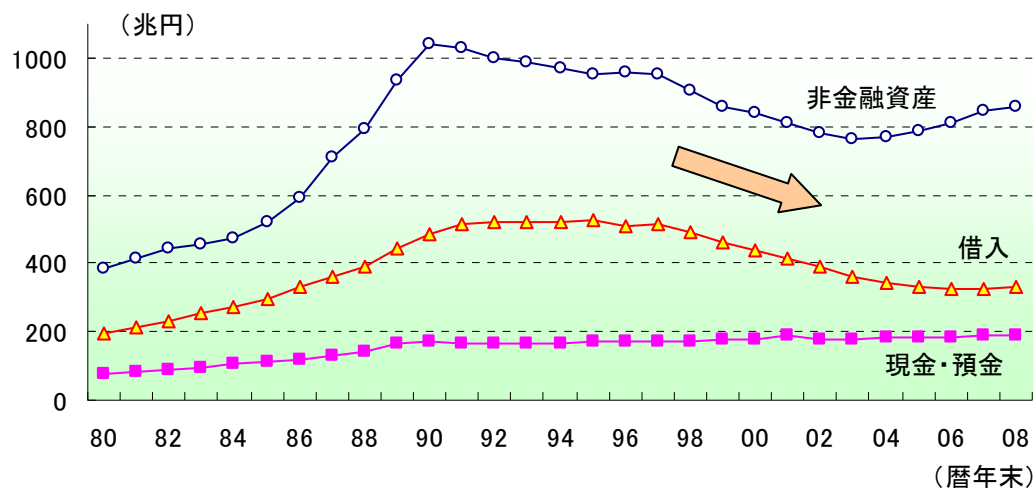
①2000年代前半の貸 出減少期

2000年代前半にかけて、不良債権処理が問題となり、日本の金融システム不安が懸念された時期に企業向けの貸出が減少した。全国銀行の不良債権処分損は1992年度から2010年度にかけての累計で105兆円に達するが、事後的にみれば、その9割程度は2003年度までに行われており⁴、貸出が不良債権として償却されても資金フローは発生せず、必ずしも預金の減少を伴うわけではない（資本の部が減少することはない）。

不良債権処理がピークアウトした2003年前後にかけて、預金取扱金融機関の貸出金減少が落ち着いてきた。金融機関側では、公的資金注入を含めた増資が行われ、貸出残高を減らす必要性が低下したと考えられよう。企業部門においても、雇用、債務、設備のいわゆる「3つの過剰」の解消過程にあったが、短観等によれば、設備や雇用の過剰感も後退した。それまでに、企業は債務と設備（実物資産）を削減する一方で現金・預金残高は減少させていない（図表5）。

預金が減少することなく預貸差が拡大したことと、自己資本比率規制上のリスクウェイトがゼロであることから、金融機関の国債等への投資が増えたと考えられる。

図表5 民間非金融法人企業の資産構成（暦年末）



（注）2000年基準。非金融資産の内訳は固定資産と土地が大部分を占める。

（出所）内閣府より大和総研作成

³ この他に、政府短期証券（FB）の発行方式の変更も留意が必要である。1999年4月からFBの発行が、「定率公募残額日銀引受方式」から「価格競争入札方式（コンベンショナル方式）」に改められ、民間部門での保有が大幅に拡大した。その後、政府短期証券は割引短期国債と統合されて、国庫短期証券として発行されるようになるが、発行根拠法は異なる。国内銀行等で国庫短期証券の保有が急増したが、これを国債保有とみなすか否かは大きな違いとなる。図表1と図表4右図の国内銀行の国債保有額が大幅に異なるのは、国庫短期証券の扱いが異なることに起因する。

⁴ 金融庁のHP参照。 <http://www.fsa.go.jp/status/npl/20120210/05.pdf>

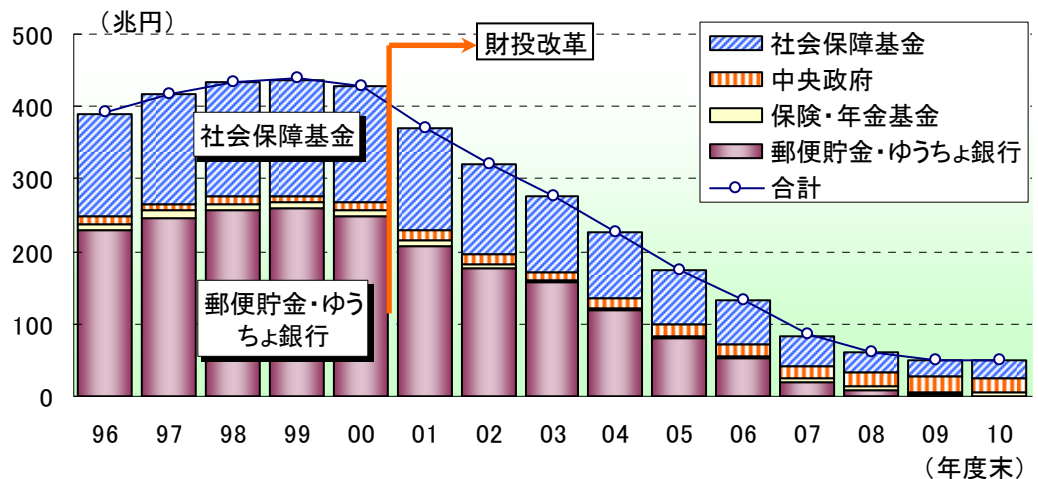
②2000年代半ばの資金シフト

不良債権処理が一服した 2004 年あたりからは、財投改革に伴う資金のシフトが目立つことになる。

財投改革によって、郵便貯金等と年金積立金の大蔵省資金運用部（現在の財政融資資金）に対する預託義務が廃止され、財政融資資金への預託金残高は、2001 年度から 2007 年度にかけて毎年 40～50 兆円減少し、ピークの 1 割程度の規模にまで縮小した（図表 6）。財投原資として必要な資金は財政融資資金や財投機関が国債等を発行して市場から調達されることになるなど、資金フローの構造が大きく変化したのである。

具体的には、住宅金融公庫の縮小・廃止に伴い、家計の住宅ローン借入先は民間銀行にシフトした。家計の住宅ローン借入残高の総額に大きな変動はなく、結果的に、国内銀行の貸出金残高は横ばいに近いものの、貸出先の内訳では、企業等向けが減少し、代わって家計向けが増えた格好となる。この他、大口の国債保有者であった財政融資資金の国債保有額はゼロ近くまで減少し、代わって預託金の償還が続いた郵便貯金等と、GPIF⁵が大口の国債保有者として台頭した。

図表 6 財政融資資金（資金運用部）預託金残高



(注) 内訳は主な主体のみ。社会保障基金の内訳は主に公的年金。

(出所) 日銀より大和総研作成

また、2000～2001 年度にかけての定額郵貯集中満期以降は、前述したように、郵便貯金残高が減少し、一部の貯金は国内銀行等へシフトしたとみられる。結果として、預金取扱金融機関の貸出金残高と預金残高は概ね横ばいで、当然ながら預貸差も横ばいで推移した（前掲図表 4 左）。国債保有額は増加したが、財政融資資金預託金を公共債投資の一部とみなして合算すると、保有する公共債等は減少しており、財政融資資金預託金が国債等の保有に振り替わっていた様子である。

経済の拡大が続いた時期でもあり、発行側では、2003～2006 年度にかけて税収等が当初予算を上回り、国債発行額（公債金収入）は当初予算を下回った。償還された財政融資資金預託金を国債に振り向けていた公的年金等を除くと、投資家

⁵ 年金積立金管理運用独立行政法人（Government Pension Investment Fund）：国民年金と厚生年金の積立金を管理・運用する独立行政法人。2005 年度までは「年金資金運用基金」。

側でも国債等への需要が停滞したとみられる。預金、貸出、保有資産等で、金融機関等の間における資金シフトの影響が強かった時期と言えよう。

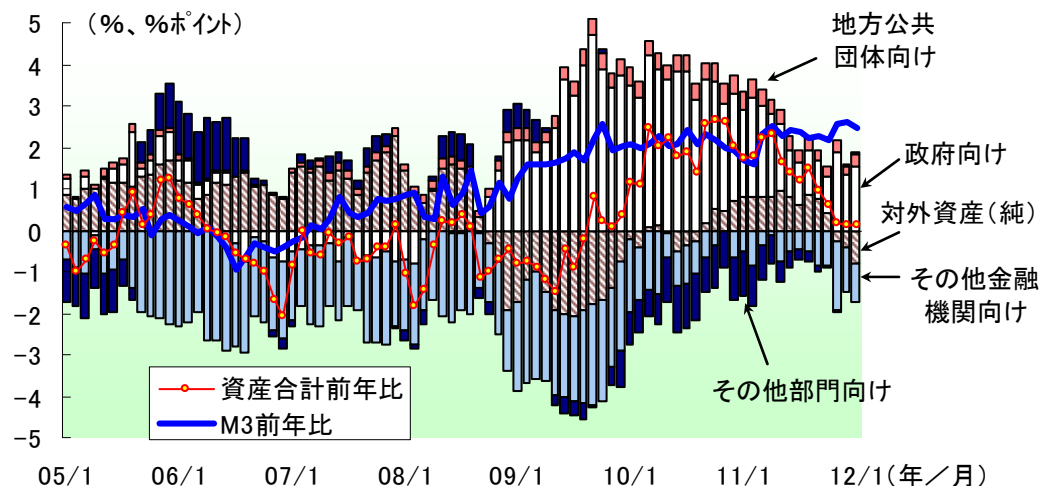
③資金シフト一服後

財投改革等に伴うこうした資金循環上の変化は、2008年前後にかけて概ね落ち着いてきた。財政融資資金からの預託金の返還等も一巡し、民営化されたゆうちょ銀行の預金残高の減少ペースも大幅に鈍化した。リーマン・ショックが発生し、日銀が利下げするなどのイベントもあって、この前後で日本の金融を取り巻く前提が変わったことを踏まえて検討するべきだろう。

2008年前後から、業態間の資金シフト等の影響が緩和されてきたにもかかわらず、預金取扱金融機関の預金増加ペースが加速し、また国内銀行の預金の増加が続いたことは、銀行等による与信増が預金を増やしてきたことを示唆するものだろう（前掲図表4）。諸々の資金シフトを考慮すると、銀行部門の国債保有が本格的に増え始めたのは2008年前後からと言えよう。

実際、日銀と預金取扱金融機関の勘定を統合したマネタリーサーベイ⁶の総括表によれば、2008年後半から銀行部門による政府向け与信の拡大がマネーストックのM3（≒ゆうちょ銀行を含む銀行預金）を拡大させている様子が見られる（図表7）。民間非金融部門向け与信は「その他部門向け」として分類されており、その増減はマネーストックの増減理由としての寄与は小さい。この時期、預金は定期性預金から普通預金等へシフトしつつも増加が続いており、資金シフト一服後は、銀行の預金増加は、銀行の政府向け与信（≒国債保有）の増加が背景にあったことが示されている。

図表7 マネタリーサーベイ（総括表、資産側前年比寄与度）とM3前年比



(注) 月末残の前年比。

(出所) 日銀より大和総研作成

⁶ マネーストック統計は銀行部門（通貨発行主体）の負債動向を表すが、資産サイドも同様に変動しているはずであり、マネー量の変動を資産側との変動として補足する目的で作成されている。現行のマネタリーサーベイ統計は、銀行部門の負債であるマネーストック統計としてM3を採用しており、ゆうちょ銀行も含まれる。通貨発行主体として、中央銀行と預金取扱銀行の勘定ほか、両者の勘定を統合した総括表が作成されている。ただし、銀行部門の負債の全てがマネーストックではないため、M3の変動とは一致しない。詳細は日銀HPの「マネタリーサーベイ」の解説参照。

<http://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/data/exdatams.pdf>

金融機関間の資金シフト後

資金シフトの影響が剥落した後も、銀行部門による国債保有増が預金の増加につながったのであれば、今後も銀行部門の国債保有増が預金を増加させ、さらに国債保有を増やす余地がある可能性が示唆されよう。無論、永続的なものではなく、以下ではリスクを検討する。

銀行から与信を受けた側の信用度

資産価格の急変動等で金融資産と負債のバランスが急速かつ大幅に崩れた時は、信用危機、金融危機などと呼ばれる事態になっている。金融資産は必ず誰かの金融負債である。アジア通貨危機では、急速な海外資本の引き揚げでバランスが崩れ、米サブプライム・ローン問題等は、住宅価格の急落によって証券化されていたローンとのバランスが崩れた。銀行等の与信の価値は、銀行等から与信を受けた側の信用にかかっている。日本での資金調達主体は政府部門であることから、端的には財政リスクとなり、金利上昇リスクの懸念を強めれば、銀行等が与信を回収することが想定されるだろう。

預金は銀行次第

民間銀行部門の国債保有が増加すれば、中央銀行の負債である現金通貨（日銀券）のみならず、預金通貨も国債を裏付けとして発行していることになる。詰まるところ、銀行による国債保有と預金の増減は、銀行行動次第であり、長期的に銀行行動や非銀行部門の資産選択を規定しているのは、民間部門にとっての金融資産を提供している（金融負債を増やしている）日本政府がいかに信認を得られるかということである。財政再建を可能とする経済成長期待が前提となるのではないか⁷。

金融機関の個別の事情

マクロ的には、銀行が国債保有を増やせば預金も増えるとしても、ミクロ的には、個別金融機関で事情は異なる。資金シフトによる預金増の影響が一服したものの、「預金集め」の必要性は変わっていないと考えられる。また、国債の保有原資を銀行が自ら作り出し、その原資としての預金を獲得したとしても、国債の保有を無限に増やせるわけではない。リスクのバッファーである資本とのバランスのほか、銀行のポートフォリオに占める、ある資産の比率が高まると、当該資産に由来するリスクを警戒せざるを得なくなる。国債であれば主に金利リスクだが、金利の低下余地はほぼ限られ、金利の将来トレンドを予想する場合も、金利の低位安定か上昇の二つに限られよう。

すでに、一部の民間銀行において保有国債のデュレーションを短期化させているとの報道がなされ、金利リスクが警戒されるべき対象になってきた可能性がある。国債保有の増加の程度は、自己資本の積み上げ状況等の個別の金融機関の事情に因ることになる。個別銀行が他行をみながら横並びの対応を行うと、債券市場の売買が一方向に傾いてしまう可能性がある。国債を売買・保有してこなかった投資家層の拡大も必要になるろう。

海外への大規模資金流出の可能性

民間部門による海外への大規模な資金流出は前提を異にするが、対外投資であれば、将来の所得収支の増加につながる事が予想される。懸念すべき事態は、日本円を用いた生活を手放す、すなわち米ドル等の外貨で日常の取引を行い金融資産等を保有するということであるが、これまでのホーム・バイアスを踏まえ

⁷ 大和総研/鈴木準「欧州財政危機からの教訓」（2011/12/2）では、経済成長がない中での増税は景気へのマイナス効果が相殺されず、財政健全化に失敗する可能性が高いことを指摘している。

<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/japan/sothers/11120202sothers.html>

ばにわかには想定し難いだろう。可能性としてあり得るのは、極端に円建て資産の価値が貶められる状況が起きた場合であり、すなわち過度なインフレ、円安、資産課税等を目指す政策が採用された場合等であろう。その場合でも、円の価値が将来にわたって持続的に下落し続けるとの予想が成立しなければならないのではないか。

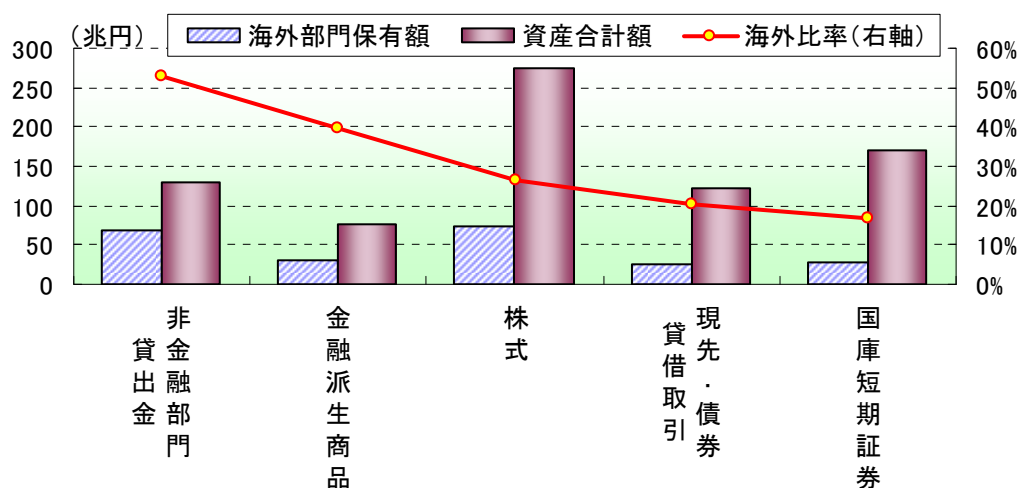
これは日銀がマネタイゼーションに積極的になり切れてこなかった背景の一つだと考えられる。本稿は日銀の金融政策を分析対象としないが、すでにマネタイゼーションを始めている日銀は、市中銀行や通貨保有主体のインフレ予想がプラスに転化し、マネー量の増加が物価の上昇につながるリンケージが復活し、そのリンケージがコントロール不能になることを警戒してきたのかもしれない。

海外からの投資資金 の引き揚げ可能性

仮に海外への資金流出が大規模に生じるとしても、なんらかのきっかけが必要だろう。想定外のイベントはともかく、想定できることとしては、しばしば起きた「金融危機」と呼ばれる事態の際もそうであったように、海外主体による資金引き揚げだと考えられる。対象となる資産について、海外主体による保有金額や保有比率が低い場合は影響も限られ、金額や比率が高まるにつれて影響も大きくなるだろう。2011年9月末時点で、国内向けの金融資産のうち海外主体の保有比率が相対的に高い資産は、非金融部門貸出金や金融派生商品であった（図表8）。ここ10年ほどの変化では、現先・債券貸借取引、国庫短期証券、株式等において海外主体の保有比率が上昇した。

近年では、様々な金融資産において、海外主体の保有比率は総じて上昇傾向で、市場参加者が増えている可能性が高い。将来の資金引き揚げリスクが高まっているとの見方も可能だが、海外主体は当面の円建て資産の極端な価値毀損を予想していないことになる。投資家層の拡大という観点では望ましいのではないだろうか。

図表8 国内金融資産のうち海外主体の保有比率が高い資産（2011年9月末）



(注) 2011年9月末時点で、国内向け金融資産のうち海外主体の保有比率が高い資産。「株式」は「株式・出資金」の内数で主に上場株式。

(出所) 日銀より大和総研作成