

2013年9月24日 全11頁

異次元緩和で資金フローは変化したか

資金循環統計（2013年4-6月期）

金融調査部¹

[要約]

- 日本銀行より2013年4-6月期の資金循環統計が公表された。2013年4月に決定された「量的・質的金融緩和」（いわゆる異次元緩和政策）がいかなる影響を及ぼしたかが注目された。想定通り、中央銀行の国債残高の大幅増加と、対照的な預金取扱金融機関の国債残高の大幅減少が確認された。
- また、異次元緩和政策決定以降に長期金利が反転上昇したため、期末における保有国債の時価下落の影響が各主体で表れた。
- 生命保険や年金部門の国債・財融債の残高は、長期金利の上昇を受けて、減少となったが、フローでは買い増しとなった。異次元緩和政策の導入を受け、これらの主体の運用が一部国債から海外資産にシフトするのではとの観測もあったが、今回の結果を見る限り、そうした動きは見受けられない。
- 家計の金融資産残高は史上最高値に迫った。投資信託や社債への資金流入がみられた一方、株式はフローで売り越しが続いた。事業会社（民間非金融法人企業）の資金需要は引き続き弱いが、有価証券の発行による資金調達には増加の傾向がみられた。

1. 主体別動向

（1）家計 ～投資信託や社債への投資が増加～

家計の金融資産残高は1,590兆円（前期比+21.7兆円）となり、史上最高値である1,602兆円（2007年6月末）に迫る水準となった（図表1）。各資産項目別の動向を見ると、現金・預金残高は859.8兆円（同+12.5兆円）となった。賞与時期という季節要因に加え、株式等の売却資金が滞留している可能性が考えられる。

国債・財融債残高は22.9兆円（同▲1.4兆円）となり、フロー（資金純投入、以下同じ）で

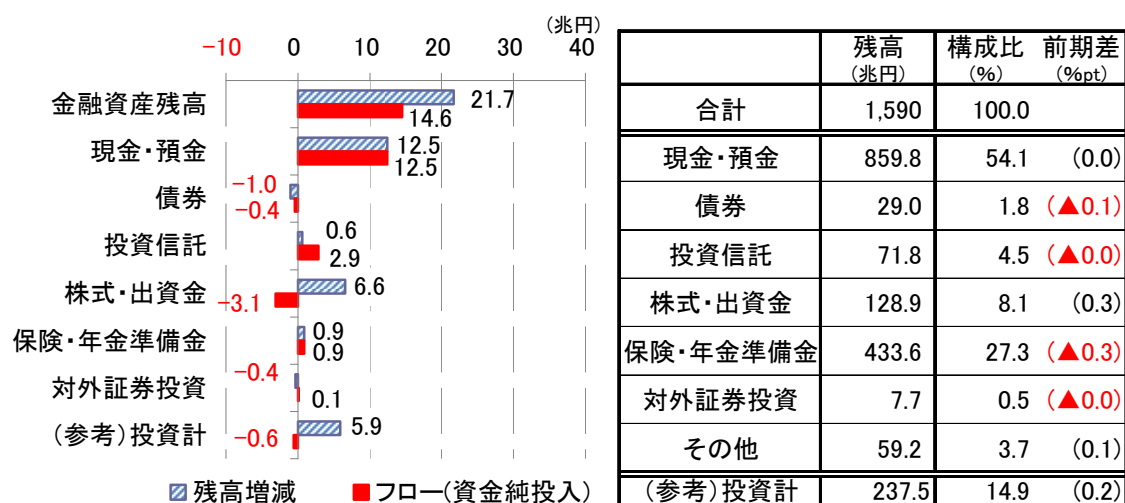
¹ 執筆者は、中里幸聖、島津洋隆、太田珠美、菅谷幸一、矢作大祐

は 2009 年 1-3 月期以降、18 四半期連続の減少となった。2013 年 6 月以降、個人向け国債の利回りが上昇したことから募集・発行額が増加しており、今後、家計の国債保有残高の減少には歯止めがかかる可能性もある。事業債（社債）に関しては残高 4.1 兆円（同+0.5 兆円）となった。事業債はフローで 2008 年 7-9 月期以降、20 四半期連続の増加だが、今期はその間で最大の増加である。4-6 月（発行日ベース）の個人向け社債の発行額が 7,480 億円と比較的大きかったことがその背景である。

株式・出資金の残高は 128.9 兆円（同+6.6 兆円）となった。フローは▲3.1 兆円と資金は流出超であったが、前期と同様に時価の上昇が保有残高を押し上げた。リスク資産の中で家計による投資が顕著に増えたのは投資信託であり、フローは+2.9 兆円と 2007 年 4-6 月期以来の高水準となった。ただし、海外資産（債券等）価格の下落等により残高としては小幅増（前期比+0.6 兆円）にとどまった。

投資信託を中心とした家計による投資は、良好な株式相場を背景に徐々に積極化の兆しが表れていると言える。ただし、証券投資に関する軽減税率が 2013 年末に終了することから、含み益のある資産には売却が増加する可能性もある。2014 年 1 月から導入される NISA（少額投資非課税制度）を利用する形で、幅広い層からの投資が増えることが期待される。

図表 1 家計の金融資産の状況（2013 年 4-6 月）（左図：フロー、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） ～異次元緩和政策により国債が大幅増～

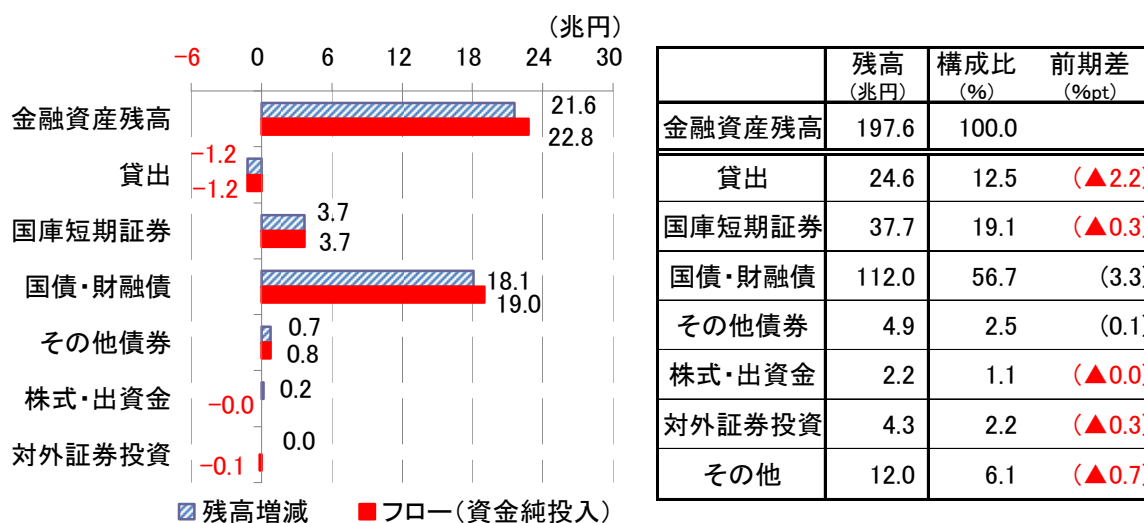
中央銀行の金融資産残高は、貸出が前期比▲1.2 兆円と減少したものの、国庫短期証券（同+3.7 兆円）と国債・財融債（同+18.1 兆円）の増加を主因に、全体で 197.6 兆円と同 21.6 兆円増加した（図表 2）。

2013 年の 4 月 4 日の日本銀行（以下、日銀）の金融政策決定会合で決定された「量的・質的

金融緩和」（いわゆる異次元緩和政策）にもとづいて、日銀が国債の買い入れを進めた結果が表れた。4月の決定は、マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買い入れの平均残存期間を2倍以上に延長するというものである。

なお、2013年9月10日時点における日銀のバランスシートの資産構成は、長期国債125.2兆円、国庫短期証券39.6兆円、貸付金27.2兆円、信託財産指数連動型上場投資信託（ETF）2.2兆円、信託財産不動産投資信託（J-REIT）0.1兆円、総資産207.3兆円となっている。

図表2 中央銀行の金融資産の状況（2013年4-6月）（左図：フロー、右図：ストック）



（注）其他債券は地方債・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

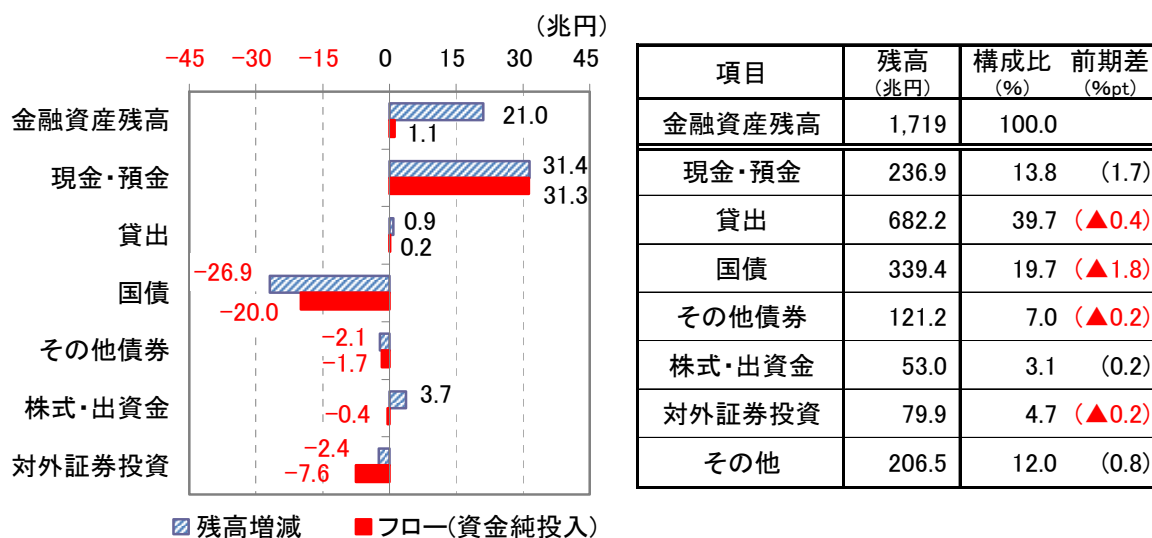
（3）預金取扱機関（銀行等） ～国債を売却するも国内貸し出しにはつながらず～

預金取扱機関の金融資産残高は1,719兆円（前期比+21.0兆円）となった（図表3）。増加の主因としては現金・預金（同+31.4兆円）、株式・出資金（同+3.7兆円）の増加が挙げられる。異次元緩和政策により、2013年4月以降、日銀が銀行の保有する長期国債の買取り額を大幅に増やしたため、国債・財融債残高は大きく減少（同▲26.9兆円）した。もっとも、国債・財融債のフローは▲20.0兆円であり、その差額は異次元緩和政策の発表以降に長期金利が上昇に転じたことによる、国債価格の下落によるものとみられる。一方で、国債の売却代金が日銀の当座預金に滞留しているため、現金・預金は大きく増加した。

貸出残高は微増（同+0.9兆円）だが、国内貸し出しの増加は実現しておらず、非金融法人の民間金融機関借入残高をみると4.1兆円の減少である。これを相殺しているのは、海外部門への貸出しの増加である。近年、メガバンクを中心に海外向けの貸出しを強化しており、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56.3兆円（前期比+4.5兆円）と、1999年3月末以来の高水準となった（図表4）。

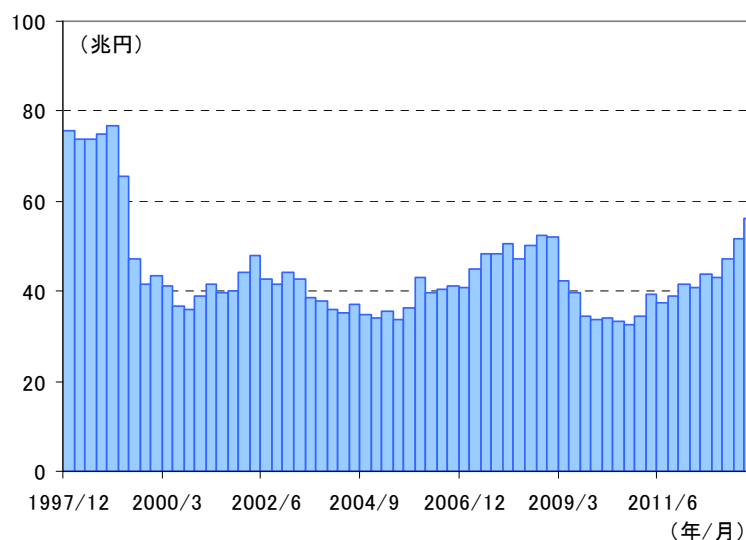
対外証券投資に関してはフローベースで▲7.6兆円となった。これは米国の景気回復や量的緩和縮小観測などをを受け、米国債金利が上昇（価格は下落）したため、米国債の処分を進めたことが一因と推測される。

図表3 預金取扱機関の金融資産の状況（2013年4-6月）（左図：フロー、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

図表4 海外部門の民間金融機関からの借入残高推移



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

(4) 生命保険 ～国債購入・株式売却を積極化～

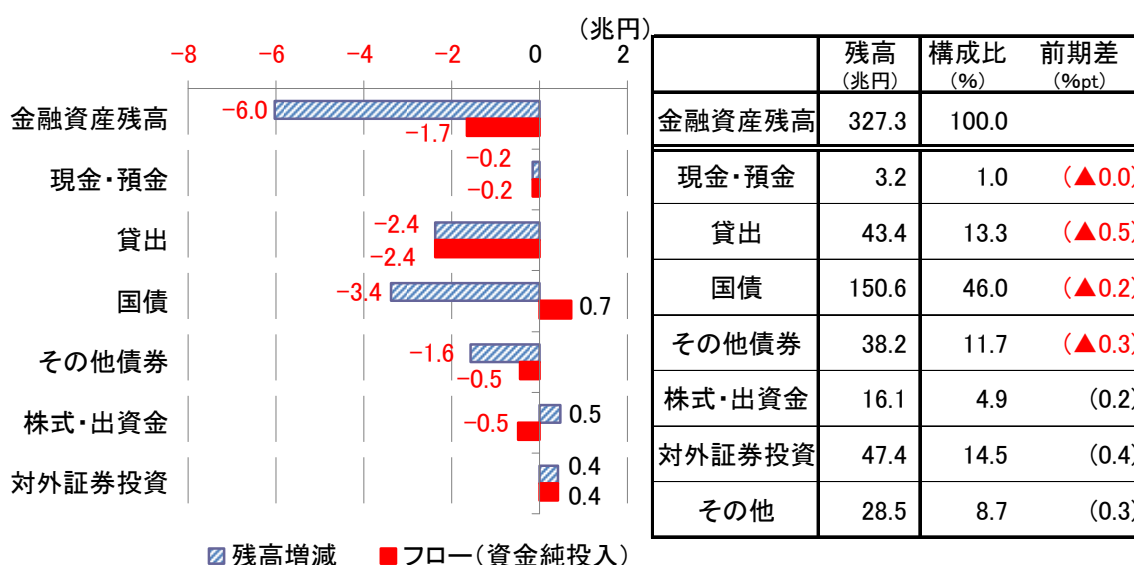
生命保険の金融資産残高は327.3兆円（前期比▲6.0兆円）となった（図表5）。長期金利上

昇（3月末に比べた6月末）による債券価格の下落が最大の要因とみられる。

金融資産残高のうち最も減少したのは国債（財融債、国庫短期証券を含む）で前期比▲3.4兆円、次いで貸出が同▲2.4兆円、国債以外の債券が同▲1.6兆円の減少となった。国債については、新年度入り後の投資スタンスが注目されていたが、フローでは+0.7兆円と購入を続けている。なお、長期金利の上昇（債券価格の下落）により、時価ベースの残高は減少した。

債券及び貸出の残高が減少する一方で、株式・出資金および対外証券投資の残高が増加（それぞれ前期比+0.5兆円、同+0.4兆円）した。株式・出資金については、フローでは▲0.5兆円と売り越しであったものの、株価の上昇に伴い時価評価が押し上げられた。

図表5 生命保険の金融資産の状況（2013年4-6月）（左図：フロー、右図：ストック）

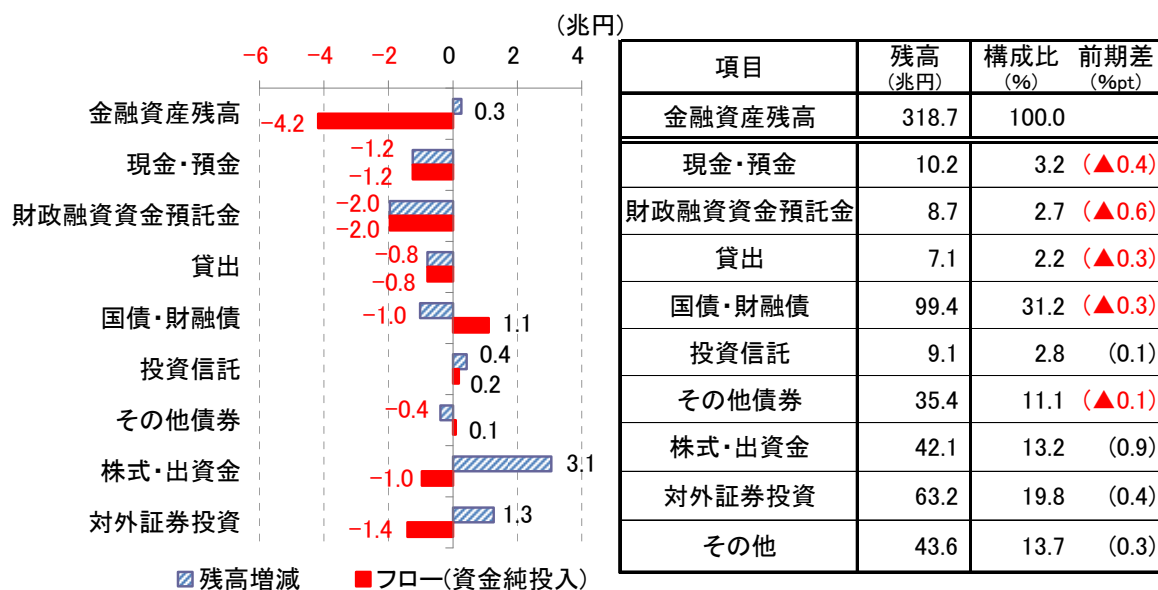


(注) 国債は国債・財融債と国庫短期証券の合計値。
(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

(5) 年金 ～価格変動に応じて長期ポートフォリオ維持の方向に～

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318.7兆円（前期比+0.3兆円）と前期比微増となった（図表6）。フローでは▲4.2兆円と、年金資産の取崩しが進んでいる様子が見受けられるが、株式等の時価上昇が相殺した格好となった。残高ベースの増減に関しては、株式・出資金（同+3.1兆円）と対外証券投資（同+1.3兆円）の価格上昇を国債・財融債（同▲1.0兆円）の価格下落と財政融資資金預託金（同▲2.0兆円）、現金・預金（同▲1.2兆円）の減少などが相殺した形である。一方、フローでは、財政融資資金預託金（▲2.0兆円）、現金・預金（▲1.2兆円）、株式・出資金（▲1.0兆円）が主なマイナスで、国債・財融債（+1.1兆円）がプラスである。つまり、この間、株式は売り越したものの価格上昇により残高が増加し、国債は買い増したにもかかわらず価格低下で残高が減少した。そして現金・預金など価格変動の少ない金融資産は残高を減らす、といったような状況で、全体として手元の必要資金を確保しつつ長期ポートフォリオを維持する方向で行動した結果が表れたものと考えられる。

図表6 年金計の金融資産の状況 (2013年4-6月) (左図:フロー、右図:ストック)



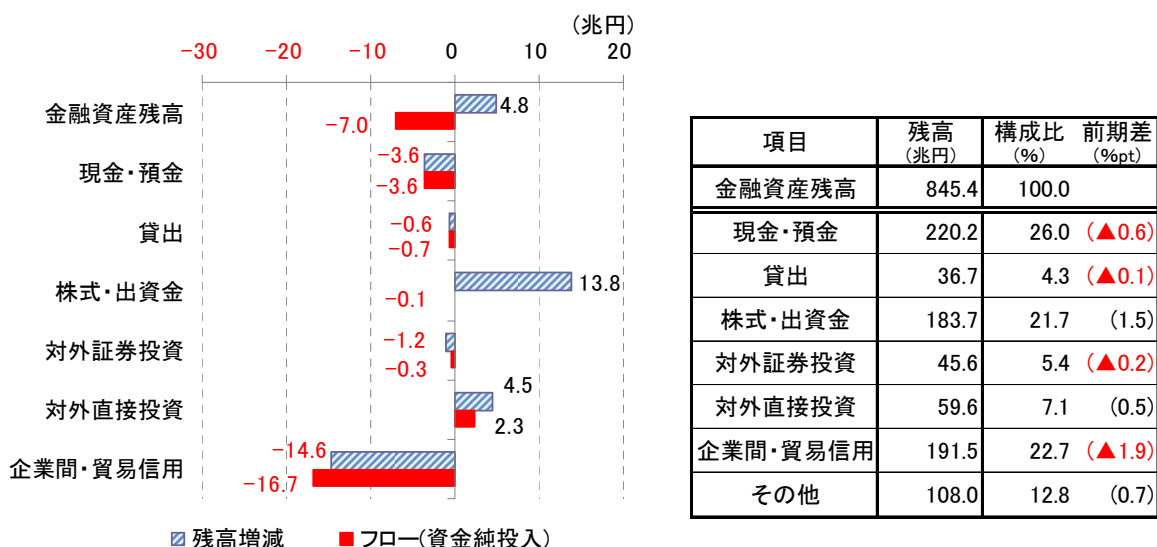
(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

(6) 民間非金融法人企業 (事業会社) ～対外直接投資が引き続き過去最高～

民間非金融法人企業の金融資産残高は 845.4 兆円 (前期比+4.8 兆円) となった (図表 7)。資産側は、株式・出資金 (同+13.8 兆円)、対外直接投資 (同+4.5 兆円) が主な増加項目である。対外直接投資の残高 (59.6 兆円) は前回に続いて過去最高を更新したが、同じく前期末に過去最高を更新した現金・預金は季節要因もあり減少に転じた。

企業の負債側をみると、資金需要は引き続き弱い。有価証券による調達 (フローベース) は株式・出資金および事業債などで増加がみられたものの、借入残高はマイナスであった。

図表7 民間非金融法人企業の金融資産の状況 (2013年4-6月) (左図:フロー、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 ～株式に加えて債券も買い主体に～

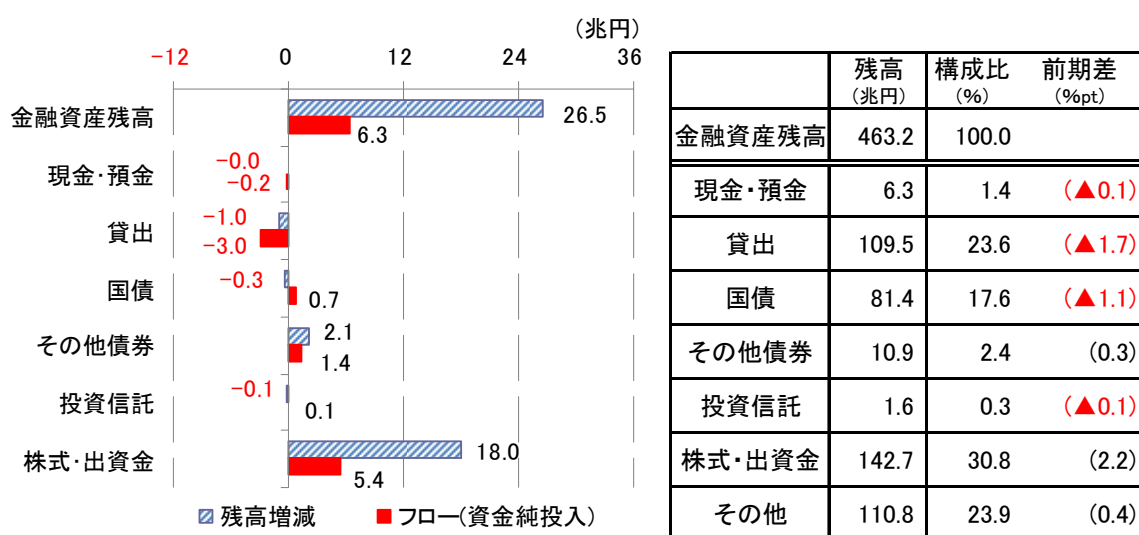
海外部門の金融資産残高は 463.2 兆円（前期比+26.5 兆円）となり、4 四半期連続の増加となった（図表 8）。残高水準は、統計開始以降、過去最高となっている。

資産増加に寄与したのは、株式・出資金（同+18.0 兆円）、金融派生商品（同+4.6 兆円）、国債（国庫短期証券、財融債を含む）以外の債券（同+2.1 兆円）である。他方、貸出（同▲1.0 兆円）、国債（同▲0.3 兆円、うち国庫短期証券同+1.7 兆円、国債・財融債同▲2.0 兆円）、投資信託（同▲0.1 兆円）などは減少となった。

資産増加に最も寄与したのは株式・出資金（同+18.0 兆円）であるが、このうちフローは+5.4 兆円であり、増加の大部分が株高による価格変動によるものであったことが分かる。今期の 5.4 兆円という資金流入額は 2005 年 7-9 月期以降で最大であったことに加え、前期（2013 年 1-3 月期：+4.1 兆円）よりも資金流入幅が増加したことを考慮すると、海外投資家の日本株への期待感が高かったことが改めてわかる。

また、フローでは国債およびその他債券ともにプラス（それぞれ+0.7 兆円、+1.4 兆円）で、海外部門は債券でも買い主体であったことがわかる。なお、国債のフローについて見ると、国債・財融債はマイナス（▲0.9 兆円）であった一方、国庫短期証券はプラス（+1.7 兆円）となった。

図表 8 海外部門の金融資産の状況（2013 年 4-6 月）（左図：フロー、右図：ストック）



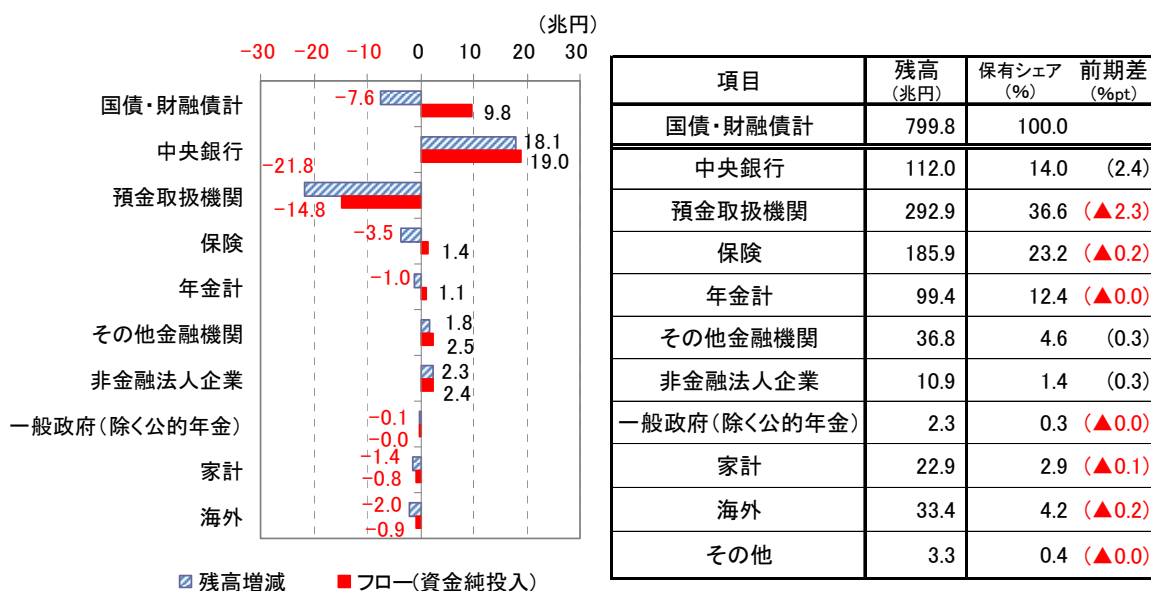
（出所）日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

2. 金融資産別の動向

(1) 国債・財融債 ～異次元緩和政策で中央銀行が買い増し、預金取扱機関が売却～

国債・財融債の残高は799.8兆円で前期比▲7.6兆円となった(図表9)。ただし、この減少は時価評価の影響が主因であり、フローで+9.8兆円の増加にみられるように、発行残高の増加が止まったわけではない。中央銀行(同+18.1兆円)が保有残高を大きく増加させた一方で、預金取扱機関(同▲21.8兆円)が保有残高を大きく減らした。異次元緩和政策の効果が如実に表れたといえよう。保有主体の構成比では、預金取扱機関が36.6%と最も多く、次いで保険23.2%、中央銀行14.0%、年金計12.4%となっている。これらの主体の中では、中央銀行のみが前期に比べて構成比が上がっている。フローで見ても、中央銀行が+19.0兆円、預金取扱機関は▲14.8兆円となっており、中央銀行が国債・財融債を買い増す中で、預金取扱機関が売却で応じている姿が浮かび上がる。

図表9 国債・財融債の主体別保有残高、フロー、シェア(2013年4-6月、2013年6月末)



(注) 年金は、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。

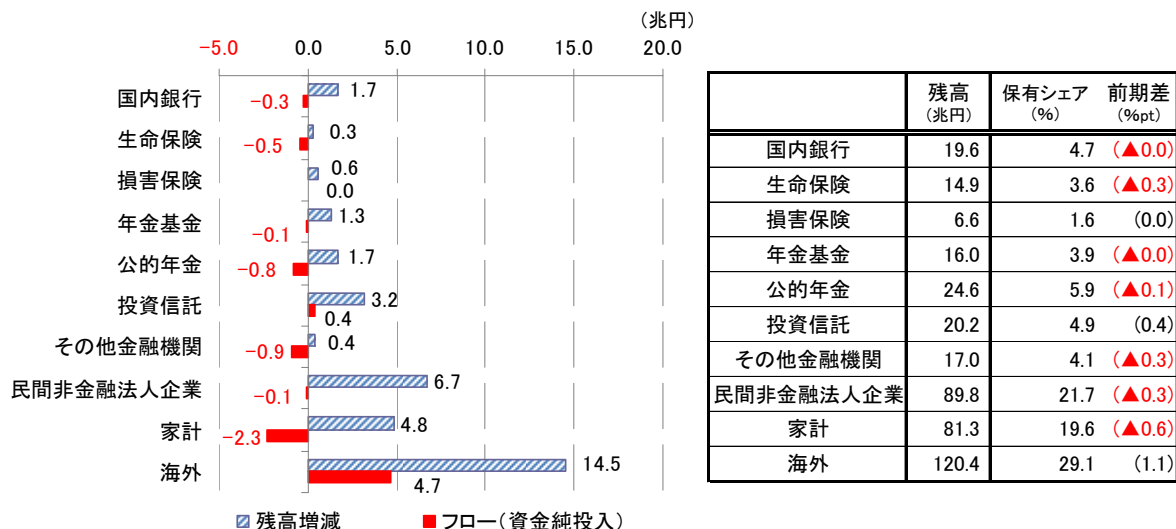
(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

(2) 株式 ～海外が一手買い、保有シェアも上昇～

株式(ここでは上場株式に限定し、出資金は含まず)の残高(時価総額)は前期比で35.6兆円の増加となった。ポイントは、①時価上昇が大きかったため、全ての主体で保有残高が増加、②フローでは、海外が買いの大半を占めるものの投資信託も購入主体となった、③売却主体としては家計の売りが最大、などである(図表10)。海外の保有シェアが上昇する中、国内の機関投資家の保有シェアが横ばいないし漸減するものの、投資信託の保有シェアがわずかながら上昇したことが特徴的といえる(図表11)。なお、投資信託全体では、フローで2.2兆円の金

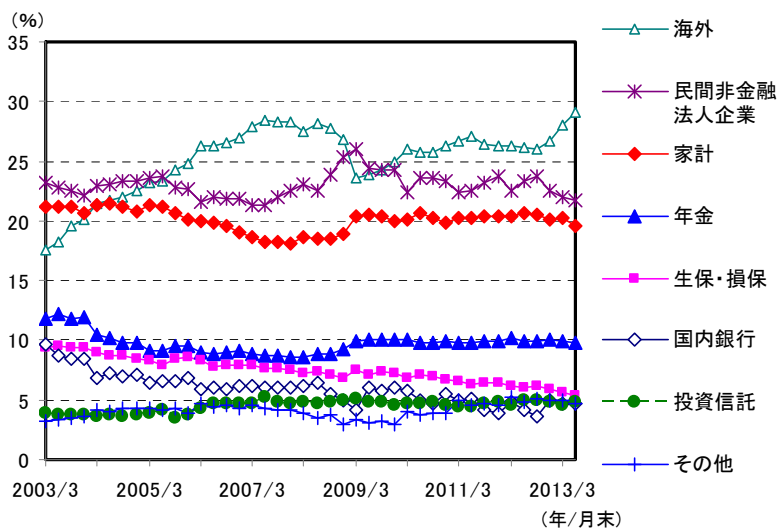
融資産増であったものの、株式はそのうちの2割弱にあたる0.4兆円の増加にとどまった。

図表 10 株式（上場）の主体別保有残高、フロー、シェア（2013年4-6月、2013年6月末）



(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



(注) 年金は、年金基金と公的年金を含む。
(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

(3) 対外証券投資 ～預金取扱金融機関（銀行等）の債券売却がかさむ～

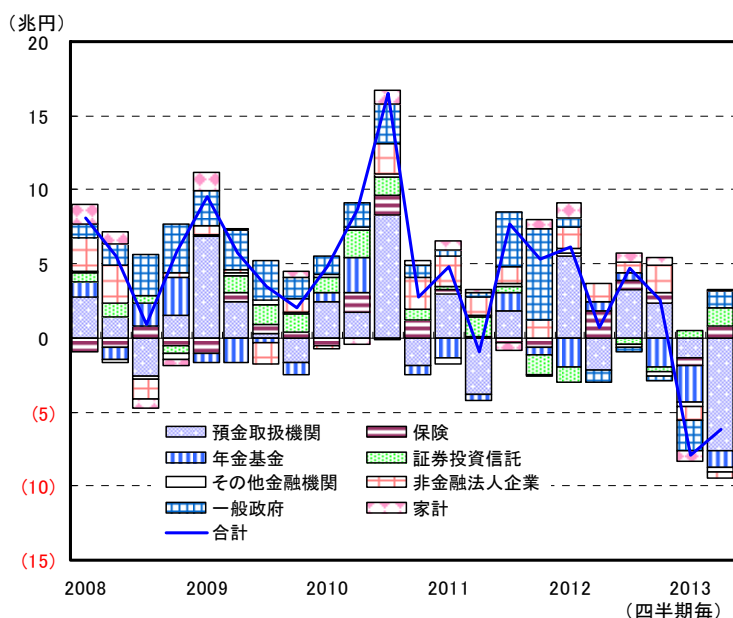
対外証券投資の残高は 430.9 兆円で前期比+2.1 兆円となり、4 四半期連続で増加となった。残高水準は過去最高となっている。主体別では一般政府、保険、年金基金が増加した一方で、預金取扱機関、非金融法人企業、証券投資信託、家計が減少している。なお、資金フロー合計

は▲6.2兆円（資金流入＝海外金融資産処分超）となり、時価上昇（株価上昇と円安）が対外証券投資の増加に寄与したことが分かる。

主体別でフロー（図表 12）をみると、証券投資信託が+1.3兆円（資金流出＝海外金融資産取得超）、一般政府+1.2兆円、保険+0.8兆円と取得超となったものの、預金取扱金融機関が▲7.6兆円、年金基金は▲1.2兆円と売却超となった。

なお、国際収支統計の対外証券投資（投資家部門別）によれば、同期間の資産別（株式、中長期債、短期債）の資金フローは株式▲1.0兆円（処分超）、中長期債▲6.5兆円（処分超）、短期債+0.1兆円（取得超）となっており、国内主体が海外の株式、中長期債を処分している姿がうかがわれる。

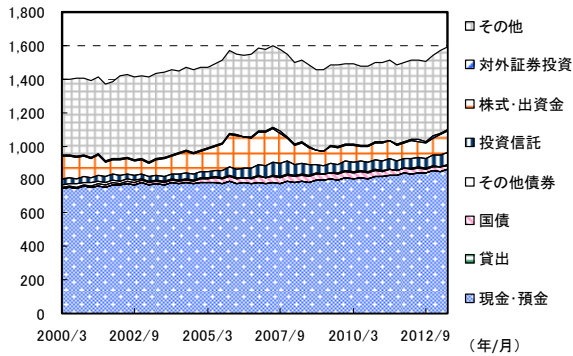
図表 12 各主体別対外証券投資 フロー



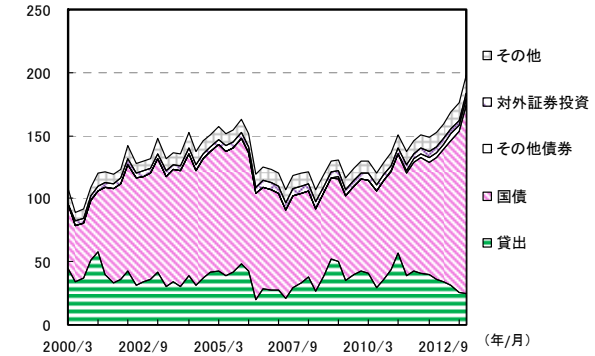
(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

＜参考資料＞ 主体別金融資産残高

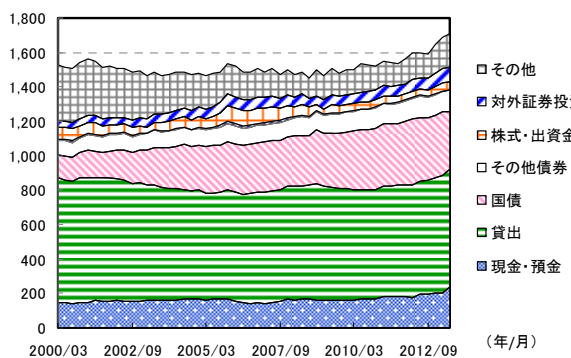
① 家計
(兆円)



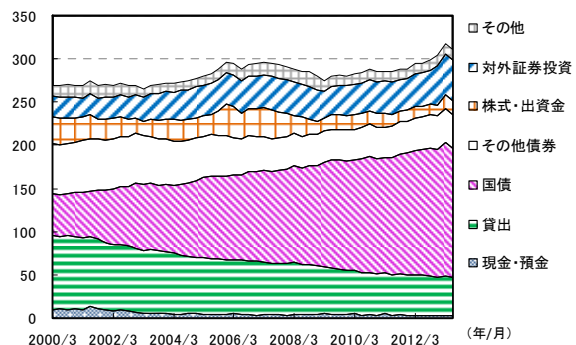
② 中央銀行
(兆円)



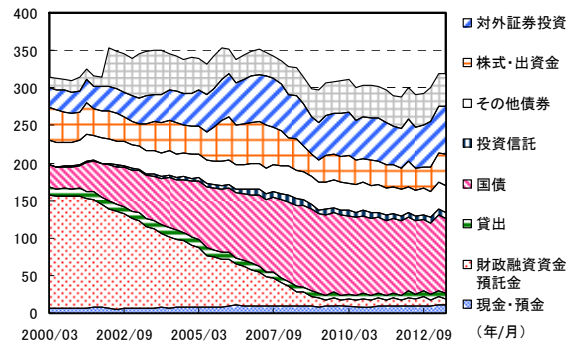
③ 預金取扱期間
(兆円)



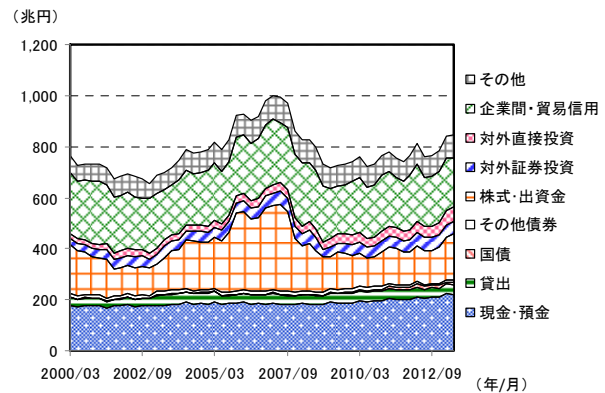
④ 生命保険
(兆円)



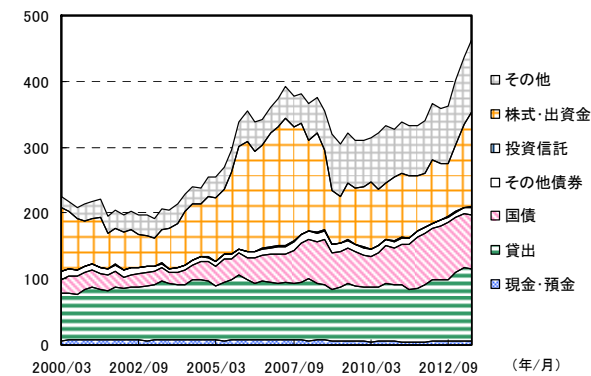
⑤ 年金計
(兆円)



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