

2015年12月21日 全14頁

リスク資産、株安で残高減も資金流入は継続

資金循環統計（2015年7-9月期）

金融調査部¹

[要約]

- 日本銀行（以下、日銀）から2015年7-9月期の資金循環統計（速報）が公表された。前期（2015年4-6月期）までは、株価上昇等を背景に、金融資産残高を増加させてきた主体が多かったが、今期は、円高・株安の影響により、減少に転じた主体が多かった。
- 家計の金融資産残高は、株式や投資信託の残高減少を主因に、6四半期振りに減少に転じた。リスク資産は、残高では株価下落の影響により減少となったものの、フローでは株式や投資信託が買い越しとなった。個人投資家は、株価下落時に買い越し傾向があり、今期はこのような傾向が表れたと言える。
- 預金取扱機関（銀行等）の金融資産残高は、国債売却や株価下落の影響を受け、減少に転じた。一方、貸出の増加や対外証券投資の取得超が見られるなど、リスクテイクを行っている状況も窺える。ただし、国債売却等により現預金が積み上がっており、資金運用難の状況にあることが示唆される。
- 年金（年金基金と公的年金の合計）の金融資産残高は、株安の影響を受け減少した。株式、対外証券投資、投資信託は、残高では減少したものの、フローではいずれも増加しており、引き続きリスク資産の比重を増やす方向でのポートフォリオ再構築が進められていたことが推察される。
- 事業会社（民間非金融法人企業）の金融資産残高は、5四半期振りの減少となった。その主な要因は、株安・円高を受けた株式、対外直接投資の評価損の発生によると思われるが、フローではいずれも流入超となった。一方、現預金残高は過去最高を更新しており、高水準の保有状況が続いている。
- 海外部門の金融資産残高は、株式残高の減少を主因に、5四半期振りの減少となった。株式は、フローでも売り越しとなったが、残高減少分の大半は株価下落によるものと思われる。一方、国債は、残高・フローともにプラスとなり、株式から国債へと資金フローが変化した様子が窺える。この背景には、海外投資家のリスク許容度の低下やドル投円転コストの低下があると推察される。

¹ 執筆者は、中里幸聖、太田珠美、菅谷幸一、矢作大祐、中田理恵。

1. 主体別動向

(1) 家計

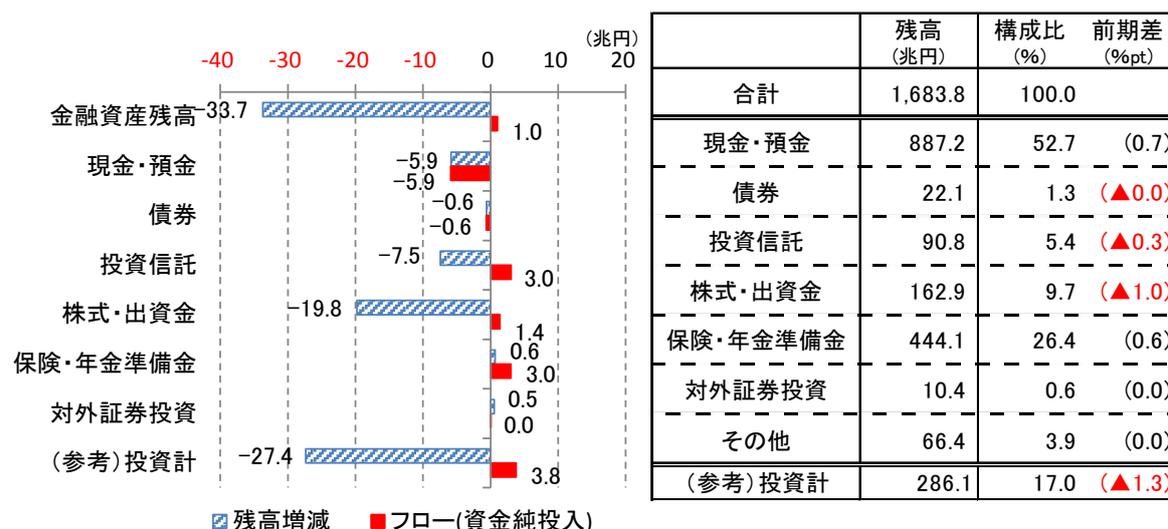
家計のリスク資産残高は減少するもフローは増加

家計の金融資産残高は、1,683.8兆円（前期比▲33.7兆円）と6四半期振りに減少へと転じた（図表1）。残高が減少した主な項目は投資信託、株式である。6月以降の上海株式市場の下落や、8月の人民元の対ドルレート算出方法の変更を契機とした中国経済成長鈍化に対する懸念、さらには9月の米国の利上げに関する憶測などを背景に、投資家のリスク許容度は低下し、世界的に株式相場が下落したことから、保有株式・投資信託残高も減少したと考えられる。

投資の内訳を見ると、株式・出資金は162.9兆円（前期比▲19.8兆円）となり、6四半期振りに減少した。他方で、個人投資家は株価下落時に買い越しとなる逆張りの傾向があることから、フローでは+1.4兆円となった。投資信託は90.8兆円（前期比▲7.5兆円）となり、6四半期振りに減少、フローは+3.0兆円と大きく増加した。国際株式（エマージング）、国際債券（エマージングやハイイールド債券（特に米国のジャンク債））を中心に運用するファンドの解約が進んだものの、先進国の株式を中心に運用するファンドやETFには資金流入が継続した。

また、NISA口座における累計買付金額は2015年9月末時点で5.9兆円となり、2015年6月末から0.7兆円増加した。四半期ごとの口座数・買付金額全体の伸びは前期比で鈍化したが、20～30代の口座数・買付金額の伸びは40代以上世代より大きい。2016年1月にはジュニアNISAも開始することから、引き続き若年層による投資の増加が期待される。

図表1 家計の金融資産の状況（2015年7-9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

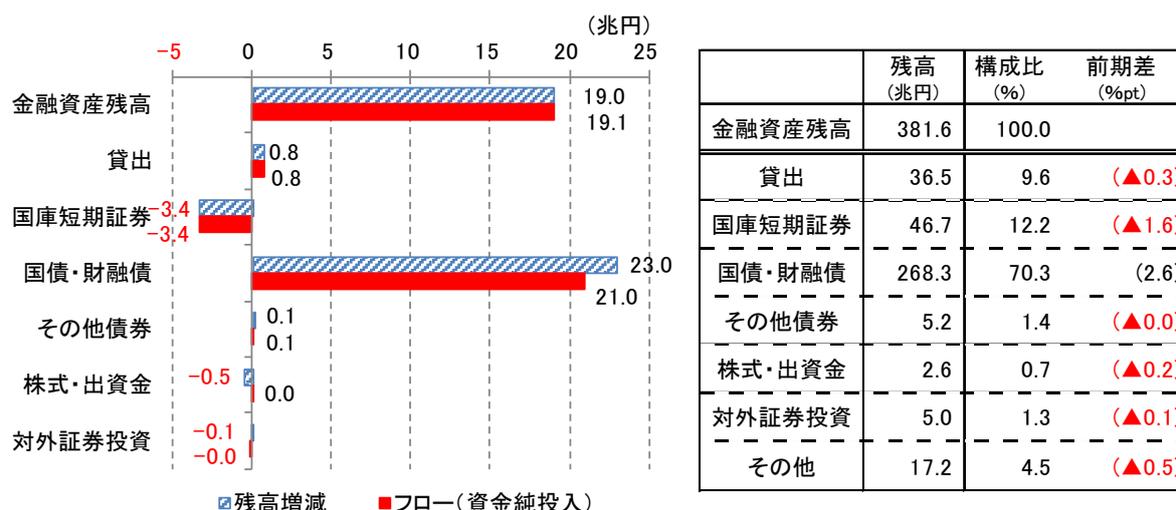
(2) 中央銀行（日銀）

緩和政策により、金融資産残高、国債残高ともに 14 四半期連続で過去最高を更新

中央銀行の金融資産残高は、国庫短期証券（前期比▲3.4兆円）、株式・出資金（前期比▲0.5兆円）等が減少したものの、国債・財融債の増加（同+23.0兆円）を主因に、全体で+19.0兆円の増加となり、381.6兆円となった（図表1）。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12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281.3兆円、国庫短期証券45.0兆円、貸付金36.0兆円、信託財産指数連動型上場投資信託（ETF）6.7兆円、信託財産不動産投資信託（J-REIT）0.3兆円、総資産384.5兆円となっている。

図表2 中央銀行の金融資産の状況（2015年7-9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）

国債売却や株安の影響により金融資産残高は減少するも、リスク資産残高は増加

預金取扱機関の金融資産残高は、前期比▲12.0兆円の1,826.5兆円となった（図表3）。資産残高の減少は、国債（同▲16.9兆円）が主因となっているほか、株式・出資金（同▲11.6兆円）も減少に寄与した。株式・出資金の残高減少については、フローが+0.2兆円の買い越しとなっていることから、株価下落により時価評価が押し下げられる形で残高が減少したものと考えられる。一方、株式・出資金を除くリスク資産残高は、民間金融機関貸出（同+5.8兆円）、対外証券投資（同+5.4兆円）、投資信託受益証券（同+0.6兆円）など、増加となった。また、こ

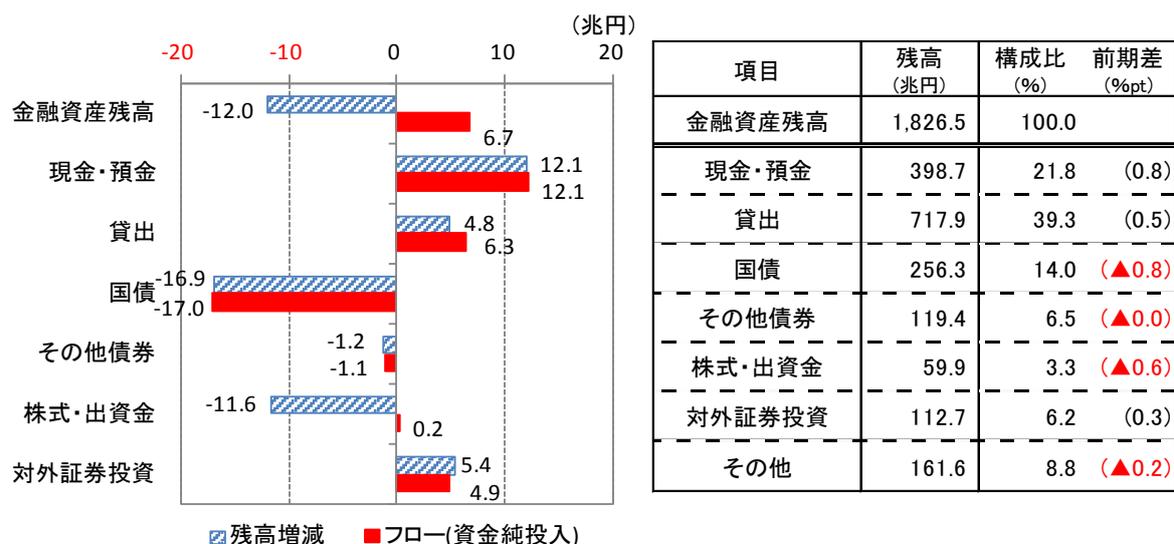
れらリスク資産をフローで見ても、同様の動き（民間金融機関貸出：+7.4兆円、対外証券投資：+4.9兆円、投資信託受益証券+1.3兆円）が確認される。このように、フローでは、株式・出資金を含むリスク資産は取得超となっている。

国債残高（256.3兆円。国債・財融債残高（245.7兆円）および国庫短期証券（10.5兆円）の合計）については、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、前期比▲16.9兆円となり、10四半期連続で減少している。なお、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+11.8兆円増加で、14四半期連続増加）。これにより、現金・預金残高は、前期比+12.1兆円の398.7兆円となり、12四半期連続で増加した。

貸出残高は、前期比+4.8兆円と2四半期振りに増加に転じた。貸出残高のフローは+6.3兆円で、その内訳を見ると、民間金融機関貸出（+7.4兆円、うち企業・政府向け（+6.2兆円）、住宅貸付（+1.0兆円）、消費者信用（+0.1兆円））が流入超（貸出増）となった一方、公的金融機関貸出金（▲0.1兆円）、コール（▲0.1兆円）が流出超（貸出減）となっている。また、海外部門への貸出残高について、海外部門における負債を見ると、民間金融機関からの借入残高は69.5兆円（同▲1.8兆円）と3四半期連続で減少し、フローでも▲1.0兆円の減少（借入減少）となった（図表4）。

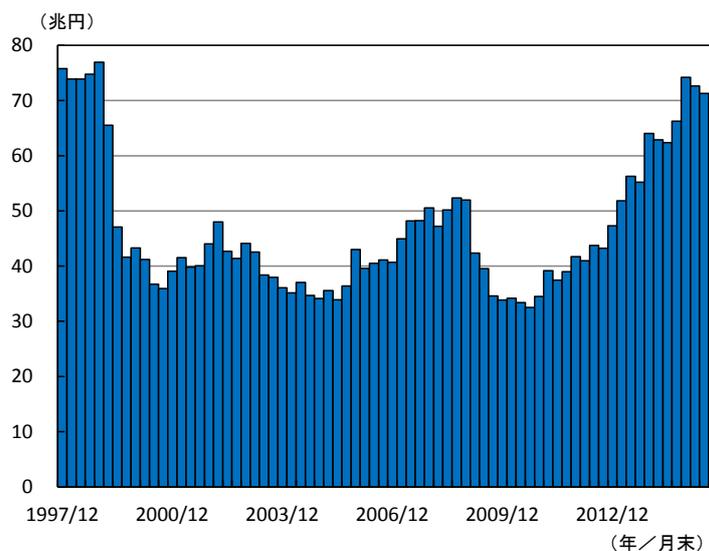
以上のように、金融資産残高は、日銀の買いオペに応じた国債の売却や、株価下落の影響を受けた株式・出資金の減少により、減少に転じたが、貸出の増加や対外証券投資の取得超が見られるなど、預金取扱機関がリスクテイクを行っている状況が窺える。ただし、国債の売却等により現金・預金が積み上がっており、資金運用難の状況にあることも示唆される。

図表3 預金取扱機関の金融資産の状況（2015年7-9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

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

貸出や国内債券等が増加するも、株安や円高の影響により、金融資産残高が減少

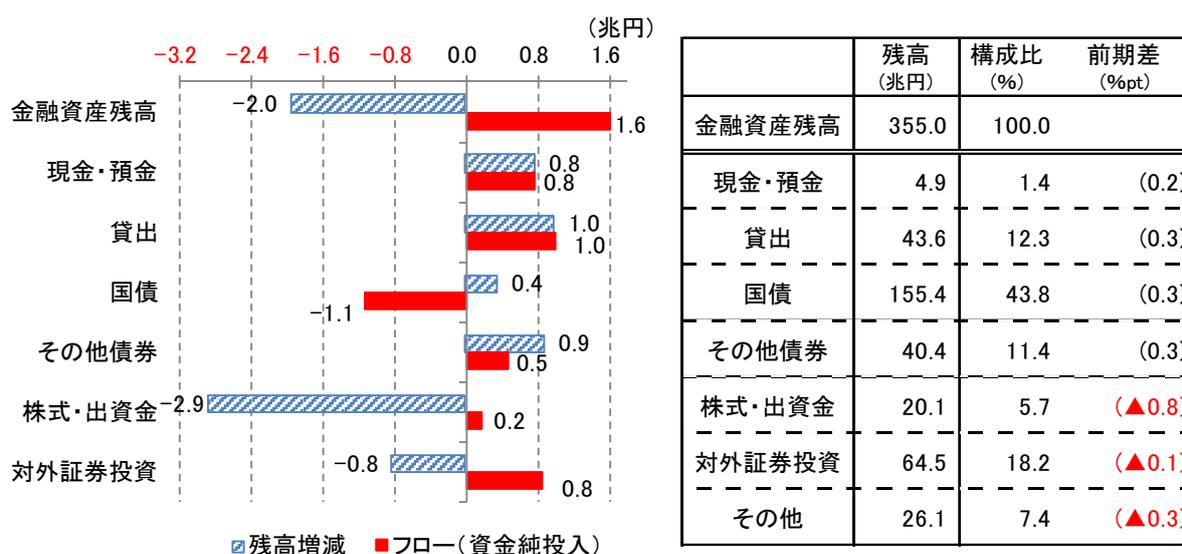
生命保険の金融資産残高は、前期比▲2.0兆円の355.0兆円となり、減少に転じた(図表5)。ただし、フローでは、+1.6兆円の増加となっている。

金融資産残高が減少となった主な要因は、株式・出資金(前期比▲2.9兆円)および対外証券投資(同▲0.8兆円)の減少である。ただし、フローでは、株式・出資金は+0.2兆円、対外証券投資は+0.8兆円の取得超となっていることから、両者の残高減少は、株安・円高による時価下落の影響によるものと推察される。

株式・出資金や対外証券投資の残高減少により金融資産全体では減少となったものの、この他の資産を見ると、現金・預金(前期比+0.8兆円)、貸出(同+1.0兆円)、国債(同+0.4兆円)、その他債券(地方債、政府関係機関債等、同+0.9兆円)残高が増加となった。国債およびその他債券の残高増加については、金利低下による債券価格の上昇の影響があると思われ、特に国債(フローでは▲1.1兆円の売り越し)において大きく表れたと言える。

このように、生命保険は、現金・預金、貸出、国債等の残高増加があったものの、株安・円高の影響を受けた株式・出資金および対外証券投資残高の減少により、全体として金融資産残高を減少させたものと言える。

図表5 生命保険の金融資産の状況（2015年7-9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

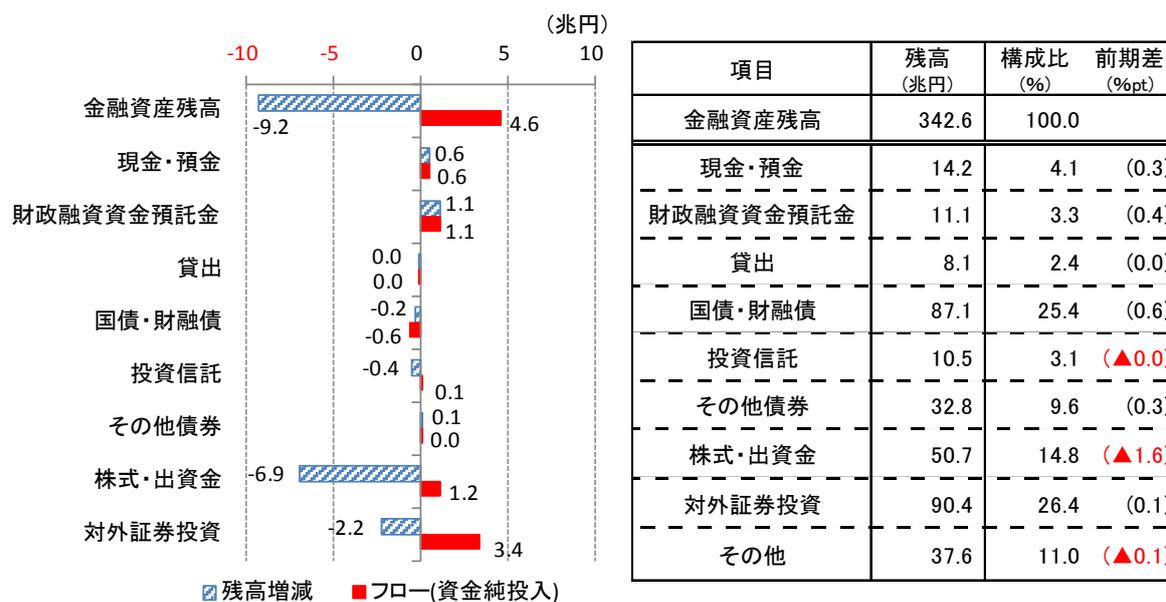
(5) 年金

内外株価の下落により金融資産残高が減少

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342.6兆円（前期比▲9.2兆円）と前期比減となった（図表6）。その主な要因は内外の株価下落による株式・出資金、対外証券投資の残高減少である。

残高増減の内訳は、財政融資資金預託金（前期比+1.1兆円）、現金・預金（同+0.6兆円）などが増加したが、株式・出資金（同▲6.9兆円）、対外証券投資（同▲2.2兆円）、投資信託（同▲0.4兆円）等が減少した。フローでは、株式・出資金（+1.2兆円）、対外証券投資（+3.4兆円）、投資信託（+0.1兆円）のいずれもプラスであり、8月頃の中国市場の変調を契機とする内外株式相場の下落が年金計の残高減少に影響していることが見て取れる。なお、国債・財融債のフローは▲0.6兆円である。フローの動向からは、2015年7-9月期も引き続きリスク性資産の比重を増やす方向でのポートフォリオ再構築が進められていたと推測される。

図表6 年金の金融資産の状況 (2015年7-9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

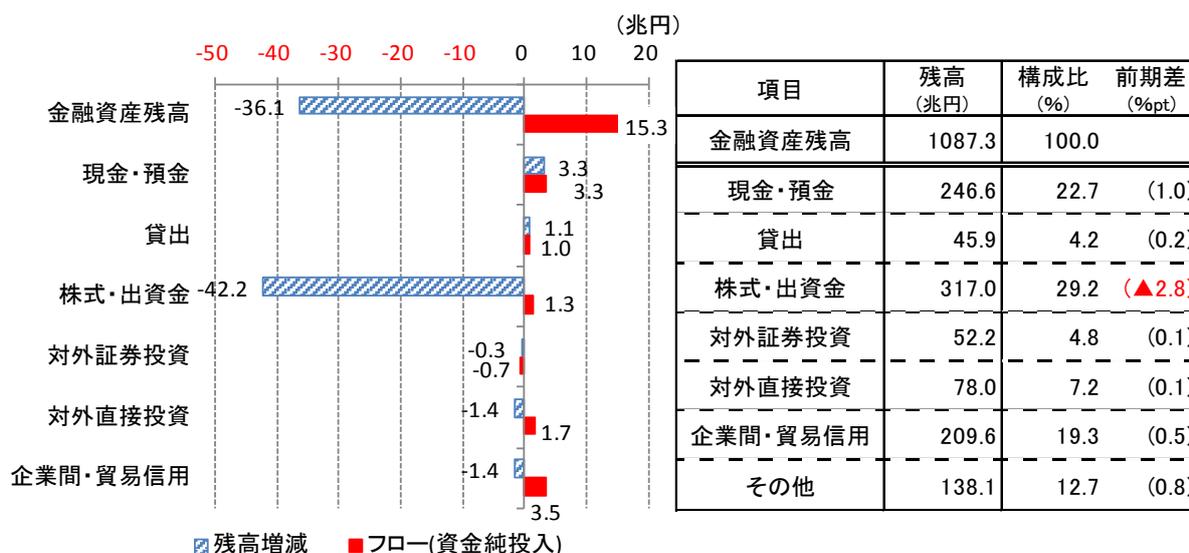
(6) 民間非金融法人企業 (事業法人)

株安・円高により金融資産残高が減少

民間非金融法人企業の金融資産残高は1,087.3兆円(前期比▲36.1兆円)と5四半期振りの減少となった(図表7)。残高減少の主な要因は、株式・出資金(同▲42.2兆円)、対外直接投資(▲1.4兆円)、企業間・貿易信用(同▲1.4兆円)である。株式・出資金、対外直接投資の減少は、前期末比で株式相場が下落したこと、および為替相場が円高に動いたことにより評価損が発生したことが主因とみられ、フローで見れば株式・出資金は+1.3兆円、対外直接投資は+1.7兆円となっている。現金・預金の残高は246.6兆円(前期比+3.3兆円)と過去最高を更新しており、高水準の現金・預金を保有している状態が続いている。

金融負債(資金調達)をみると、フローで借入が+3.7兆円(うち民間金融機関からの借入+3.4兆円)、事業債が▲0.9兆円、株式・出資金は▲0.5兆円となった。資金運用と資金調達の差(資金過不足)は13.6兆円の資金余剰となった。

図表7 民間非金融法人企業の資産状況（2015年7-9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

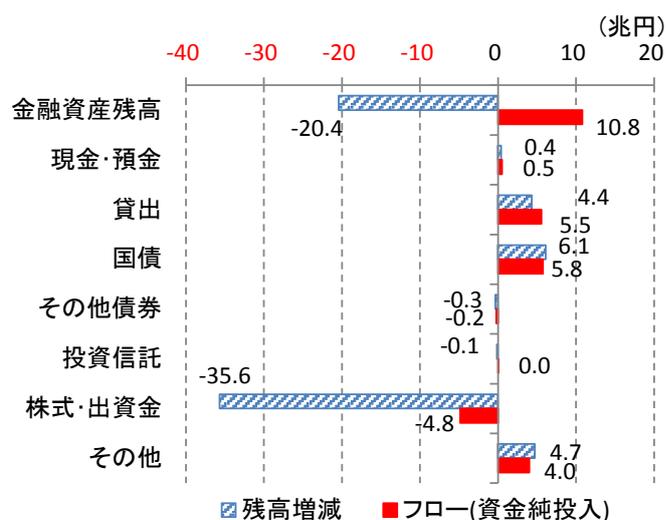
(7) 海外

海外主体は株式売り、国債買い

海外部門の金融資産残高は、567.7兆円（前期比▲20.4兆円）と5四半期振りの減少となった（図表8）。特に、株式・出資金残高は182.8兆円（同▲35.6兆円）と大きく減少した。ただし、株式・出資金のフローは▲4.8兆円の減少に留まり、残高減少分の大半は株価下落という資産価格の変動によるものである。

国債は残高101.6兆円（前期比+6.1兆円）、フローは+5.8兆円とともに増加した。この背景としては、一つに今夏の株式相場下落に伴う投資家のリスク許容度の低下を背景に株式から債券へと資金フローが変化したことが挙げられる。加えて、2015年7月以降、直先スプレッドやベース・スワップといった観点からみた場合の円投ドル転コストが上昇しているが、翻ってドル投円転コストは低下しており、海外のドル保有主体にとっては、円建て資産でのリターンの改善が期待されることから、株式に比べて国債のような価格変動幅の小さい資産を中心に保有が進んだ可能性があると考えられる。

図表 8 海外部門の金融資産の状況 (2015年7-9月) (左図: フロー等、右図: ストック)



	残高 (兆円)	構成比 (%)	前期差 (%pt)
金融資産残高	567.7	100.0	
現金・預金	9.6	1.7	(0.1)
貸出	155.8	27.4	(1.7)
国債	101.6	17.9	(1.7)
其他債券	17.2	3.0	(0.1)
投資信託	2.1	0.4	(▲0.0)
株式・出資金	182.8	32.2	(▲4.9)
其他	98.6	17.4	(1.4)

(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

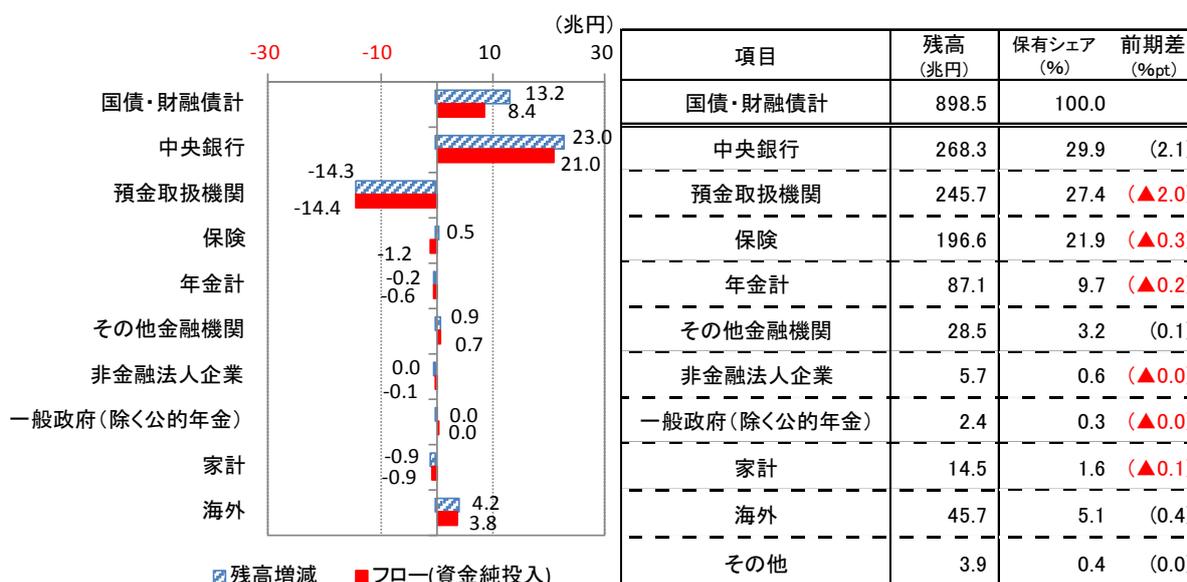
(1) 国債・財融債

引き続き中央銀行の保有シェア上昇で、中央銀行が保有シェアトップに

国債・財融債の残高は 898.5 兆円 (前期比+13.2 兆円) で、9 四半期連続で増加し、過去最高を更新した (図表 9)。主体別保有残高をみると、中央銀行 (同+23.0 兆円) が引き続き残高を大きく増やし、海外 (同+4.2 兆円) も残高を増やしているが、預金取扱機関 (同▲14.3 兆円)、家計 (同▲0.9 兆円) や年金計 (同▲0.2 兆円) が残高を減らした。日銀の金融政策決定会合による一連の緩和政策を受け、中央銀行は継続して国債買い入れを行っており、預金取扱機関を中心にその他の主体が売り手となっている状況が続いている。

中央銀行の保有残高の増加は 2010 年 3 月末から 23 四半期連続であり、特に 2013 年 6 月末以降は 10~20 兆円台の増加が継続している。2013 年 4 月に量的・質的金融緩和を導入する直前 (2013 年 3 月末時点) の中央銀行の保有シェアは 11.6%であったが、2015 年 9 月末時点では 29.9%に達し、預金取扱機関を抜いて保有シェアトップとなった。一方、預金取扱機関は 2013 年 3 月末の 39.0%から 2015 年 9 月末の 27.4%へと保有シェアを大幅に低下させている。

図表9 国債・財融債の主体別保有残高、フロー等、ストック (2015年7-9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

株価下落により残高が大幅に減少、海外は2000年4-6月期以来の大幅な売越額を記録

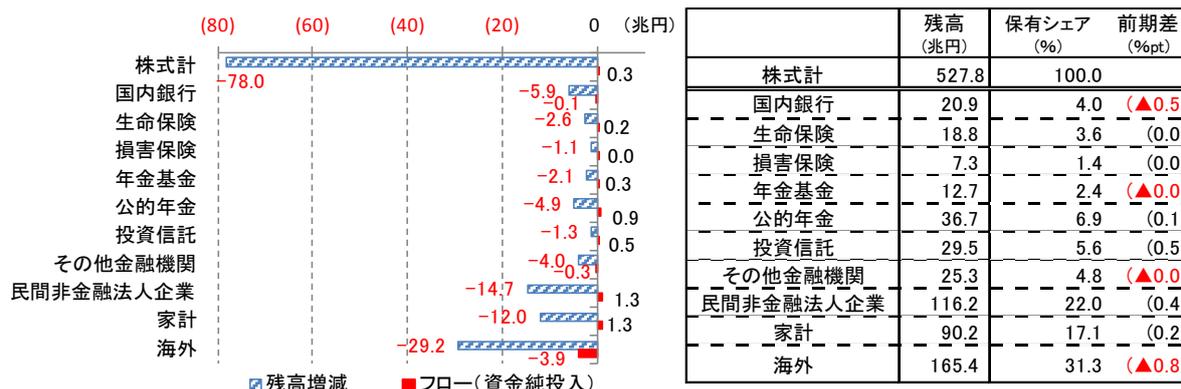
株式（ここでは上場株式に限定し、出資金は含まず）の残高は、前期比▲78.0兆円の527.8兆円となった（図表10）。各主体の減少額を見ると、海外（同▲29.2兆円）、民間非金融法人企業（同▲14.7兆円）、家計（同▲12.0兆円）、年金計（同▲6.9兆円、うち公的年金▲4.9兆円）、国内銀行（同▲5.9兆円）等、全主体において残高が減少している。

主体別にフローで見ると、海外（▲3.9兆円）が2000年4-6月期以来の大幅な売越額を記録したほか、その他金融機関（▲0.3兆円）、国内銀行（▲0.1兆円）が売り手となった。一方で、民間非金融法人企業（+1.3兆円）、家計（+1.3兆円）、年金計（+1.2兆円、うち公的年金+0.9兆円）、投資信託（+0.5兆円）等が買い手に回った。なお、年金計の大半は公的年金によるものであることから、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²。また、株式計は+0.3兆円の買い越しとなっていることから、株式保有残高の減少は、株安を受けた時価の下落によるところが大きいと言える。

² 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。なお、公的年金部門が保有する株式は、2015年9月末時点で36.7兆円だが、年金積立金管理運用独立行政法人の同時点の国内株式運用資産額は28.8兆円であり、その大半を占めている。

2015年10-12月期においては、外国人投資家は買い越しに、個人投資家は売り越しに転じる可能性がある。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10月から12月第2週までの間、外国人投資家が+1.2兆円の買い越し、個人が▲1.6兆円の売り越しとなっている。なお、年金は明らかではないが、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は同+0.1兆円の買い越しとなっている。

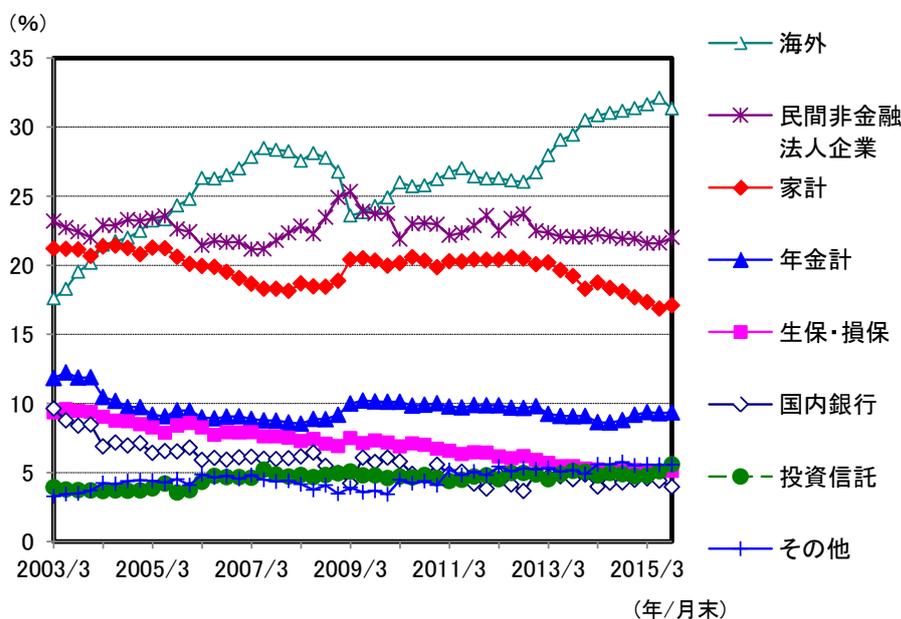
図表10 株式（上場）の主体別保有残高、フロー等、ストック（2015年7-9月）



(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。なお、文中の「年金計」は、年金基金および公的年金の合計。

(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) 年金計は、年金基金と公的年金の合計。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

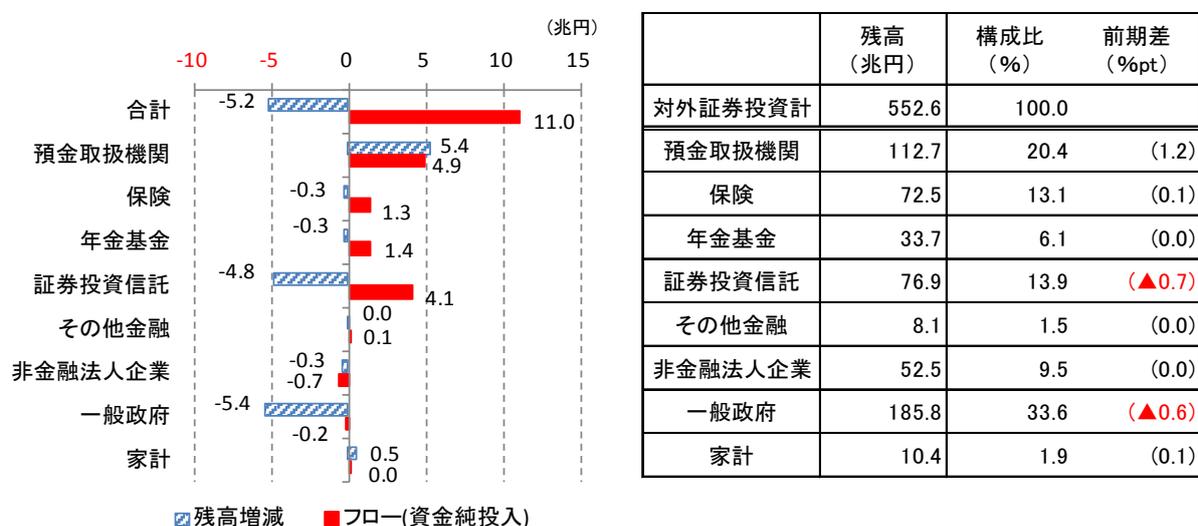
(3) 対外証券投資

対外証券投資は活発だが、円高の影響で残高は6四半期振りに減少

対外証券投資残高は552.6兆円（前期比▲5.2兆円）と、6四半期振りの減少となった（図表12）。残高の減少は前期末比で為替が円高になった影響によるものとみられ、フローでみると対外証券投資は合計+11.0兆円の取得超である。主体別にみると預金取扱機関の取得が最も多く（+4.9兆円）、次いで証券投資信託（+4.1兆円）、年金基金（+1.4兆円）、保険（+1.3兆円）となっている。また、一般政府のフローは▲0.2兆円だが、これは中央政府による処分の影響が大きく（▲2.1兆円）、公的年金は+2.0兆円である。

各主体がどのような資産に投資をしたか、国際収支統計（対外証券投資）の2015年7-9月期の資産別（株式・投資ファンド持分、中長期債、短期債）の資金フローから確認したい³。預金取扱機関は中長期債（+5.0兆円）を、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（+4.1兆円）を、年金基金と公的年金（国際収支統計では年金という分類は設けていないため、ここでは信託銀行の信託勘定の数値を用いる）は株式・投資ファンド持分（+2.3兆円）と中長期債（+1.3兆円）を、生命保険は中長期債（+0.9兆円）への投資を、それぞれ増やしたようだ⁴。

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（2015年7-9月）



（出所）日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

³ 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完全に一致するものではない。

⁴ いずれもネットの数値。

おわりに

2012 年末から本年 7 月にかけて、アベノミクスや日銀の金融緩和政策を背景に、円安の進行および株価の上昇傾向が続いてきた。しかし、8 月以降、中国経済の先行きに対する警戒感や、米
国政策金利の引き上げを巡る不透明感の高まりも手伝い、国内株式相場が大幅に調整したり、
為替の円高が進むといった変化が生じた。

前回の資金循環統計（2015 年 4-6 月期）まで、家計や事業会社などの金融資産残高が過去最
高を更新するなど、各主体の金融資産残高は増加傾向にあった。しかし、今回の資金循環統計
では、株価下落や円高の影響を受け、各主体の金融資産残高は概ね減少に転じた。また、これ
まで株高は、海外が買い増す中で、家計が利益確定売りで応じるといった構図の下で続いてき
たが、今回の資金循環統計の結果からは、家計が買いに転じる一方、海外が売り手に回るなど、
各主体の投資行動が変化した様子が窺える。

このように、各主体の投資行動や金融資産動向に変調の兆しが表れ始めたとも考えられるが、
12 月に米 FOMC が政策金利の引き上げを決定するなど、金融資本市場を取り巻く環境が大きく変
わろうとしている。こうした変化が今後どのような影響を及ぼしていくのか、次回(2015 年 10-12
月期)以降の資金循環統計で確認していきたい。

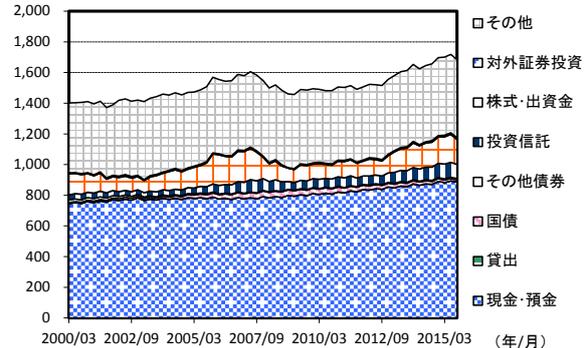
図表 13 日経平均株価、長期国債利回り、為替の推移（2015 年 1 月～直近）



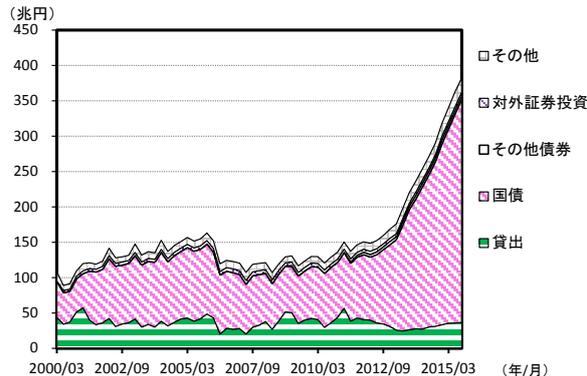
(出所) 日本経済新聞社、日本証券業協会、日本銀行より大和総研作成

<参考資料> 主体別金融資産残高

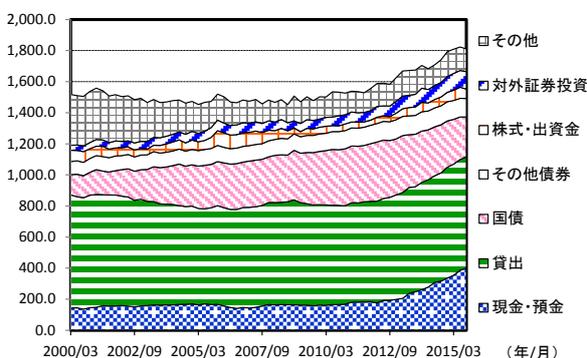
① 家計
(兆円)



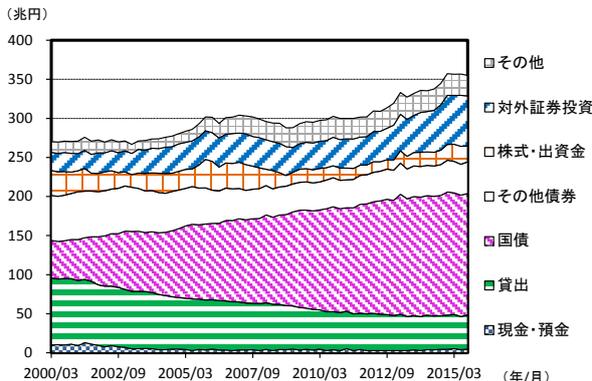
② 中央銀行
(兆円)



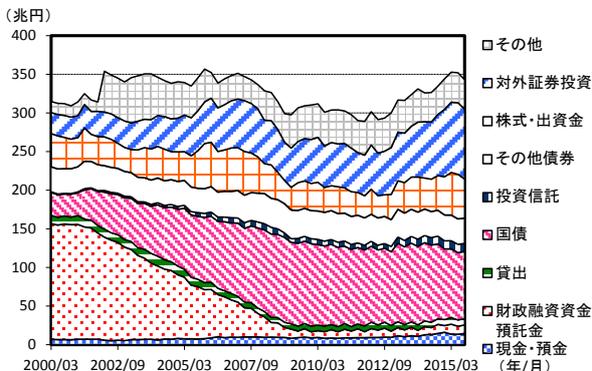
③ 預金取扱機関
(兆円)



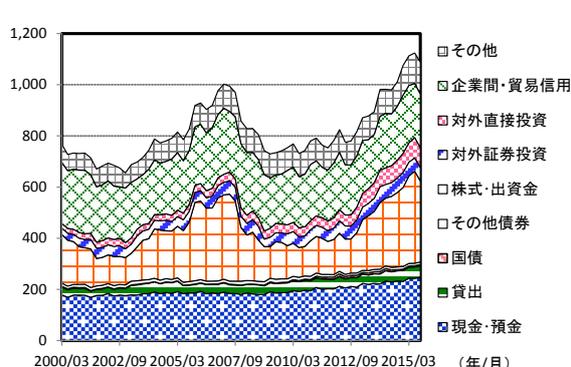
④ 生命保険
(兆円)



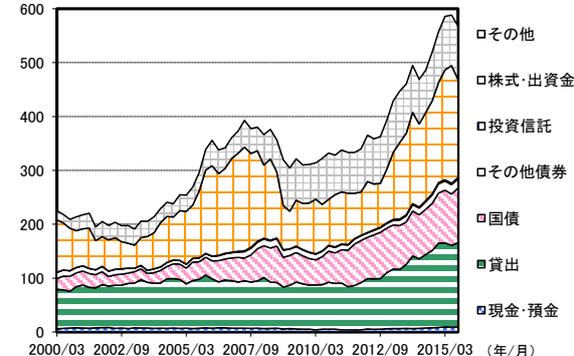
⑤ 年金計
(兆円)



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