

2016年9月29日 全13頁

資金循環統計（2016年4-6月期）

主体により異なるマイナス金利政策導入の効果

金融調査部¹

[要約]

- 日本銀行（以下、日銀）から2016年4-6月期の資金循環統計（速報）が公表された²。株安・円高の影響を受けた株式等や外貨建て資産の目減りにより、家計や企業等の金融資産残高は減少となった。
- 家計の金融資産残高は、株式等や投資信託の残高減少を主因に、2四半期連続で減少した。これらリスク資産の残高減少は、株価下落の影響に加え、経済の先行き不透明感の高まりを背景とする資金純流出も寄与した。
- 預金取扱機関（銀行等）は、引き続き国債の売却を進める一方、貸出や対外証券投資といったリスク資産が減少したが、現金・預金の積み上がる状況が続いている。預金取扱機関におけるポートフォリオリバランスや、借入需要の目立った増加は見られない。
- 年金（年金基金と公的年金の合計）の金融資産残高は、株価下落および円高進行の影響により減少した。一方、フローの動向からは、債券を売却し、株式等や対外証券投資などのリスク資産を買い増す動きが引き続き確認された。
- 事業法人（民間非金融法人企業）の金融資産残高は、株価下落と円高進行により減少した。一方、現金・預金残高は4四半期連続で過去最高を更新している。資金調達を見ると、借入、株式等はマイナスであるが、事業債はプラスとなっている。マイナス金利の効果は少しずつ表れ、事業債による資金調達を徐々に増やしていると推測される。
- 海外部門の金融資産残高は、株式の減少を金融派生商品の増加が上回る形で2四半期ぶりの増加となった。株式等は、フローでは買い越しとなっていることから、残高の減少は株価下落の影響と思われる。一方、ドル投円転コストの低下を背景に、国債・財投債への資金純流入が確認される。

¹ 執筆者は、中里幸聖、菅谷幸一、中田理恵、森駿介。

² 今回の資金循環統計では、①国際収支関連統計の第6版化に伴う見直し、②現金の部門別保有残高の見直しが行われており、2005年1-3月期以降の計数が改定された。主な変更点として、①対外証券投資を中心とする対外資産残高が、家計で上方改定、民間非金融法人企業で下方改定された、②現金の保有残高が、家計で上方改定、民間非金融法人企業で下方改定された。詳細については[日本銀行Web site](#)を参照のこと。

1. 主体別動向

(1) 家計

株安・円高により家計のリスク資産残高が大幅に減少

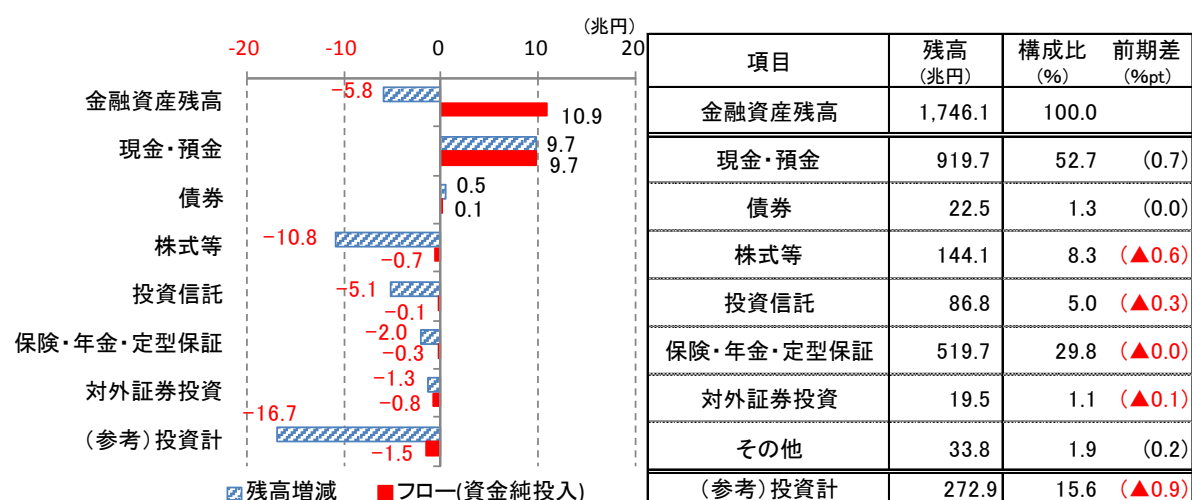
家計の金融資産残高は、1,746.1兆円（前期比▲5.8兆円）と2四半期連続で減少した（図表1）。残高が減少した主な項目は株式等（同▲10.8兆円）、投資信託（同▲5.1兆円）である。6月下旬の英国・国民投票の結果（EU離脱決定）等による株価下落や米国における利上げ観測の後退による円高を背景に、株式・投資信託残高が大幅に減少した。一方で、季節要因（賞与等）や経済の先行き不透明感から、現金・預金は増加（同+9.7兆円）し、919.7兆円となった。

投資について具体的に見ると、株式等・投資信託は残高の減少だけでなく、資金純流出も見られる（それぞれ、▲0.7兆円、▲0.1兆円）。投資信託の資金流入の動向に関しては、大和ファンド・コンサルティングの集計データによると、国際株式（特に北米型やエマージング）、国際債券（特にエマージング）を中心に運用するファンドの解約が進んだが、不動産投資信託（国内外REIT）には、月平均2,480億円の資金純流入が見られる。

次に債券について見ると、事業債は10四半期連続の資金純流入となり、残高は7.0兆円（前期比+0.3兆円）となった。要因としては、金利の低下による債券価格の上昇等が挙げられる。一方、国債・財投債の残高は14.0兆円（同+0.2兆円）と微増だった。個人向け国債の発行額は0.9兆円と好調だったが、償還額がそれ以上だったと推測され、国債・財投債は▲0.1兆円の資金純流出となった。

以上のように、家計は現金・預金や債券は増加したものの、株安・円高の影響を受けた株式等や投資信託の減少がそれを上回り、全体では金融資産残高を減少させた。

図表1 家計の金融資産の状況（2016年4-6月期）（左図：フロー等、右図：残高）



（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・株式等・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

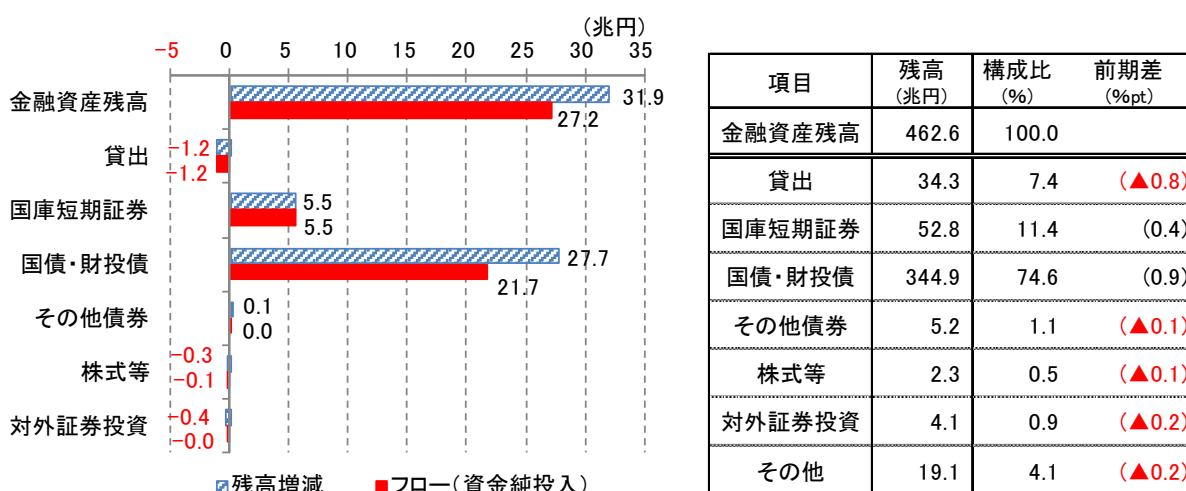
(2) 中央銀行（日銀）

金融資産残高は前期比で過去最大の増加額

中央銀行の金融資産残高は、貸出（前期比▲1.2兆円）、対外証券投資（同▲0.4兆円）、株式等（同▲0.3兆円）が減少した一方、国債³の増加（同+33.3兆円。うち国債・財投債同+27.7兆円、国庫短期証券同+5.5兆円）を主因に、全体で前期比増加額が過去最大の+31.9兆円となり、462.6兆円となった（図表2）。国債残高増加の背景には、これまでの一連の緩和政策に加え、マイナス金利政策による金利低下（債券価格の上昇）の影響が挙げられる。

なお、2016年9月20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 337.2兆円、国庫短期証券 55.0兆円、貸付金 35.2兆円、信託財産指数連動型上場投資信託（ETF） 9.3兆円、信託財産不動産投資信託（J-REIT） 0.3兆円、総資産 451.9兆円となっている。

図表2 中央銀行の金融資産の状況（2016年4-6月期）（左図：フロー等、右図：残高）



（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）

貸出・対外証券投資が減少した一方、依然として現預金の積み上がりが続く

預金取扱機関の金融資産残高は、前期比+37.7兆円の1,889.3兆円となった（図表3）。資産残高の増加には、金融派生商品（同+42.8兆円。うちフォワード系同+41.0兆円）や現金・預金（同+33.5兆円）が主に寄与した。一方、貸出（同▲17.3兆円）、国債（同▲9.0兆円）、対外証券投資（同▲8.7兆円）、株式等（同▲2.2兆円）は残高減少となった。

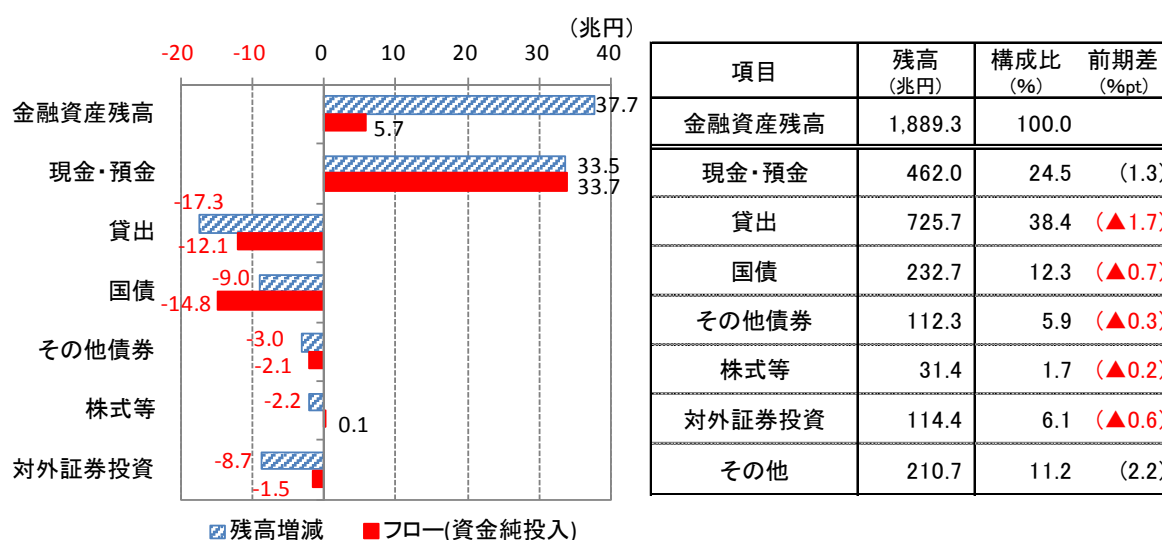
³ 国債は国債・財投債と国庫短期証券の合計値。

国債（232.7兆円。国債・財投債（226.6兆円）および国庫短期証券（6.2兆円）の合計）については、日銀の買い入れオペにより、フローでは▲14.8兆円の売り越しとなった。一方、マイナス金利政策の影響により金利低下が加速したことから、それに伴う時価上昇が残高減少を一部相殺する形となった。なお、国債の売却代金は、日銀当座預金に積み上がっており（日銀預け金は前期比+25.7兆円増加で、17四半期連続増加）、現金・預金残高は15四半期連続で増加している。

貸出は、前期比▲17.3兆円の残高減少に転じた。貸出のフローは▲12.1兆円であることから、海外向け貸出のうち外貨建て分が円高を受けて目減りしたと考えられる。海外向け貸出について、海外部門における負債を見ても、民間金融機関からの借入残高は74.6兆円（前期比+1.7兆円）と増加に転じたが（図表4）、フローでは5.2兆円の流入超（借入増加）となったことから、円高の影響によるものと推察される。

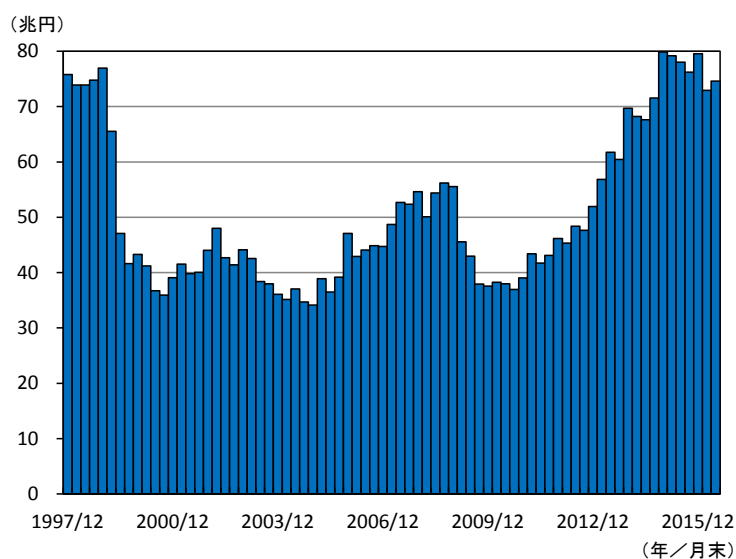
以上のように、預金取扱機関は、引き続き国債の売却を進める一方、貸出や対外証券投資といったリスク資産の残高が減少したほか、現金・預金の積み上がる状況が続いている。マイナス金利政策の導入から数ヶ月が経過した段階においては、預金取扱機関におけるポートフォリオバランスの促進効果や、借入需要の目立った増加は特段見られないと言える。

図表3 預金取扱機関の金融資産の状況（2016年4-6月期）（左図：フロー等、右図：残高）



(注) 国債は国債・財投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

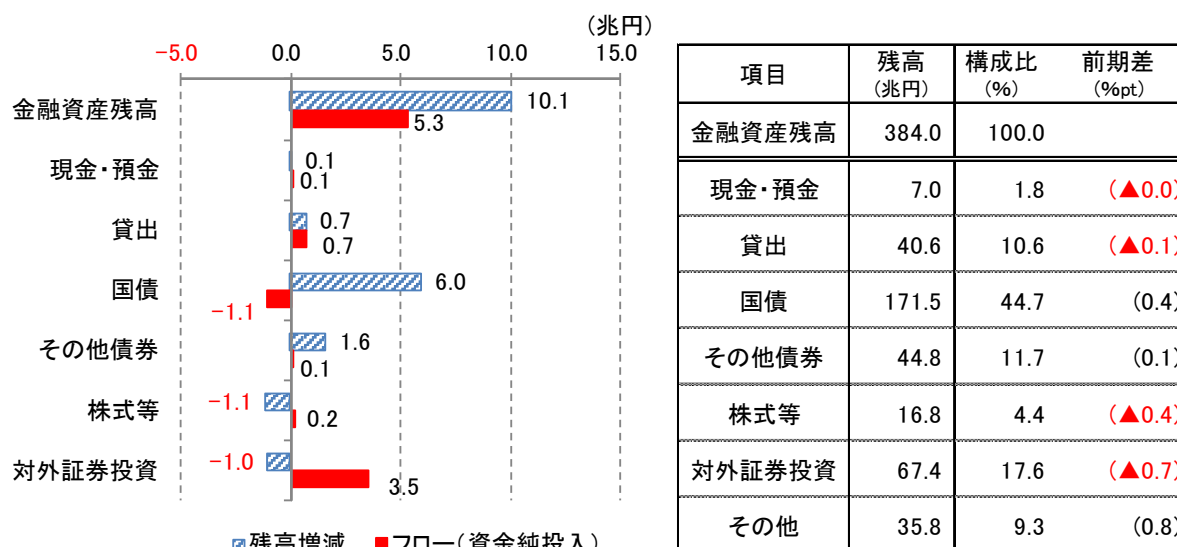
対外証券投資において買い越しの動きが続く

生命保険の金融資産残高は、前期比+10.1兆円の384.0兆円となり、3期連続の増加となった(図表5)。金融資産残高の増加には、国債(同+6.0兆円)やその他債券(同+1.6兆円)等が寄与した。ただし、フローで見ると、国債は▲1.1兆円の売り越しであり、また、その他債券は+0.1兆円の買い越しに留まったことから、共に金利低下による時価上昇の影響が大きかったことがうかがえる。なかでも国債については、金融資産全体における構成比が約45%と高く、さらに国債金利が長期ゾーンに至るまでマイナス幅を拡大するなど金利低下が進んだことで残高を押し上げたと言える。

このほかの資産では、貸出(前期比+0.7兆円)や現金・預金(同+0.1兆円)が小幅増となった一方、対外証券投資(同▲1.0兆円)や株式等(同▲1.1兆円)は減少となった。対外証券投資については、フローでは+3.5兆円の取得超であることから、円高による時価下落の影響により残高が減少したと思われる。また、株式等については、フローでは+0.2兆円と、わずかながら流入超となっており、残高の減少は株安によるものと考えられる。

以上のように、金利低下の影響を受けて、国債やその他債券の時価上昇を主な要因に金融資産残高は増加したが、インカムゲインを期待しづらい状況が続いていると言える。対外証券投資は、為替リスクまたはそのヘッジコストなどを伴うものの、国内債券に比べて相対的に高い運用利回りを期待できることから、近年、買い越しの動きがおおむね続いていると思われる。

図表5 生命保険の金融資産の状況（2016年4-6月期）（左図：フロー等、右図：残高）



(注) 国債は国債・財投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

リスク資産への資金流入続くが、株価下落等により金融資産残高は引き続き減少

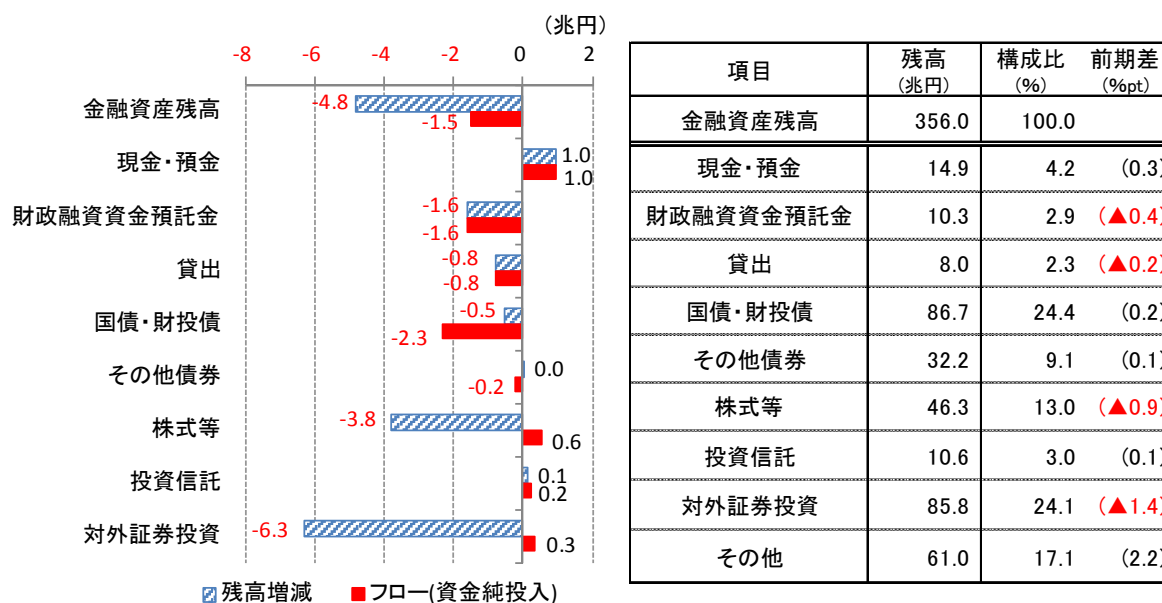
年金基金と公的年金を合わせた年金計の金融資産残高は356.0兆円（前期比▲4.8兆円）と2四半期連続の減少となった（図表6）。

残高増減の内訳は、現金・預金（同+1.0兆円）、投資信託（同+0.1兆円）のほかは、大半が前期比減少しており、特に対外証券投資（同▲6.3兆円）、株式等（同▲3.8兆円）の減少が大きく、残高全体で減少となった。なお、図表6左図には示していないが、「その他」の前期比+7.0兆円により、残高全体の減少が緩和された形となっている。

フローでは、現金・預金（+1.0兆円）のほか、株式等（+0.6兆円）、対外証券投資（+0.3兆円）、投資信託（+0.2兆円）などリスク資産は若干のプラスとなっている。一方、国債・財投債（▲2.3兆円）、財政融資資金預託金（▲1.6兆円）、貸出（▲0.8兆円）等がマイナスとなり、全体のフローは▲1.5兆円となった。

残高については、株価下落および円高進行による資産価格変動の影響を受け、対外証券投資、株式等の残高が減少した。フローの動向からは、2016年4-6月期も、債券を売却し、株式等や対外証券投資などのリスク資産を買い増す動きが続いていたことが読み取れる。ポートフォリオの再構築が、引き続き進められていたと言える。

図表6 年金の金融資産の状況（2016年4-6月期）（左図：フロー等、右図：残高）



(注) 年金基金と公的年金を合わせた年金計。
(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

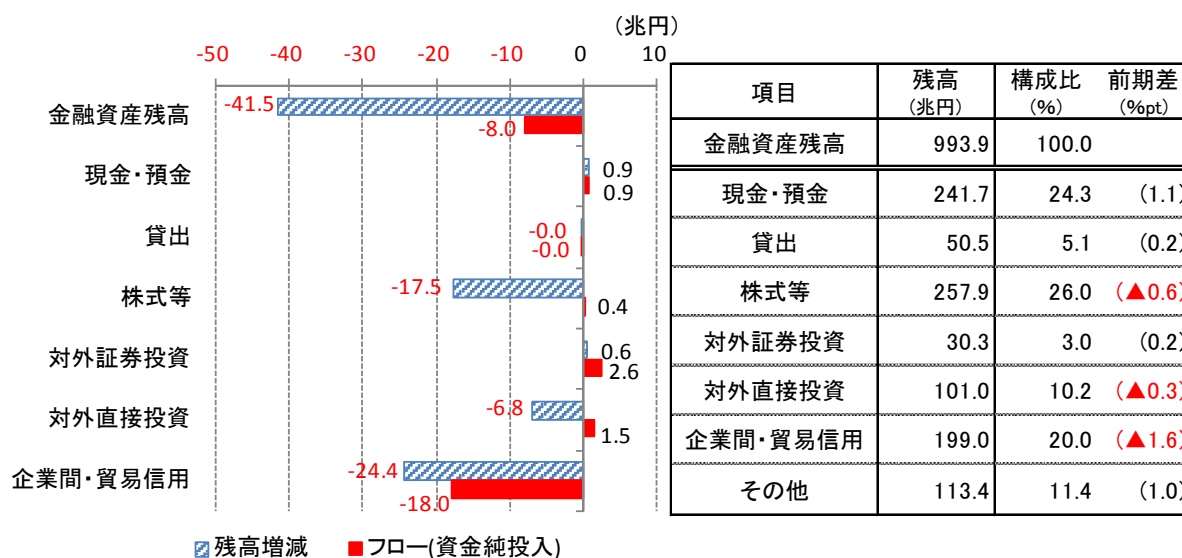
(6) 民間非金融法人企業（事業法人）

株価下落と円高進行等により金融資産残高は減少、資金調達は事業債にややシフトか

民間非金融法人企業の金融資産残高は993.9兆円（前期比▲41.5兆円）と減少となった（図表7）。残高減少の主な要因は企業間・貿易信用（同▲24.4兆円）、株式等（同▲17.5兆円）、対外直接投資（同▲6.8兆円）の減少である。株式等はフローでは+0.4兆円であり、前期末比で株式相場が下落したことが残高減少の主因である。企業間・貿易信用はフローで▲18.0兆円、対外直接投資は+1.5兆円となっている。企業間・貿易信用は4-6月期にフローで流出超となる季節要因に加え、対外直接投資の残高減少と同様に、この間の円高による評価減により残高減少となっている。現金・預金の残高は241.7兆円（前期比+0.9兆円）と4四半期連続で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）を見ると、フローで借入が▲6.0兆円（うち民間金融機関からの借入▲4.1兆円）、株式等が▲0.2兆円であるが、事業債は+2.6兆円となった。資金運用と資金調達の差（資金過不足）は▲0.4兆円の資金不足となった。マイナス金利政策の導入に伴い、事業債での調達条件が有利になりつつあると思われ、事業債による資金調達を徐々に増やしているのではないかと推測される。

図表7 民間非金融法人企業の金融資産の状況 (2016年4-6月期) (左図:フロー等、右図:残高)



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

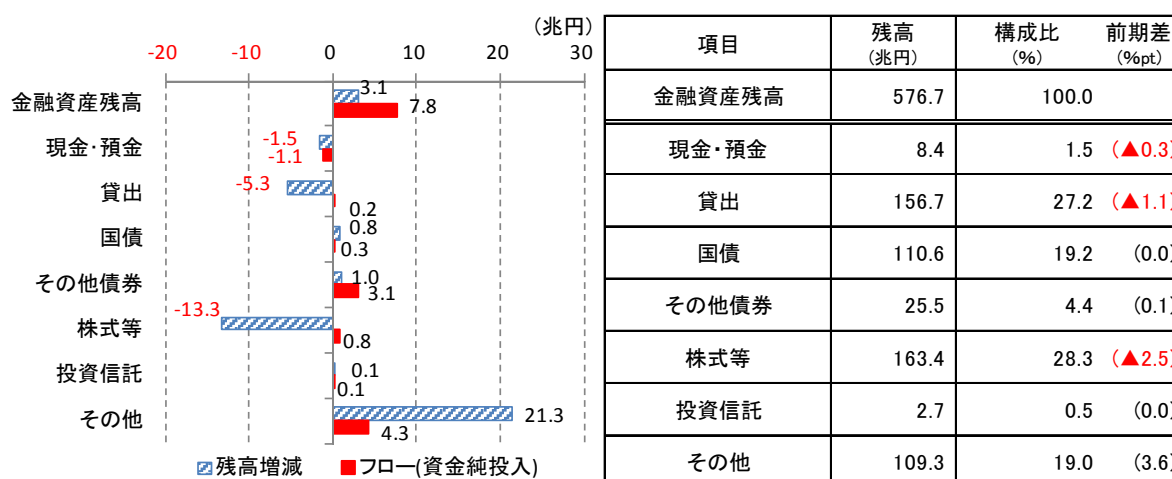
(7) 海外

国債へ4四半期連続の資金純流入

海外部門の金融資産残高は、576.7兆円（前期比+3.1兆円）と2四半期ぶりの増加となった（図表8）。主な要因は金融派生商品（金利・通貨スワップやオプション取引等の持分）が54.4兆円（同+18.9兆円）と増加したことである。また、その他債券（事業債や居住者発行外債等）が残高で前期比+1.0兆円、フローで+3.1兆円の流入超となった。他方、株式等残高は163.4兆円（前期比▲13.3兆円）と減少した。ただし、フローで見ると株式等は+0.8兆円の買い越しであり、残高減少は資産価格の変動（株価下落）によるものである。

国債は残高が110.6兆円（前期比+0.8兆円）、フローでも+0.3兆円の資金純流入だった。国債のフローにおける増加の内訳は、国庫短期証券が▲2.9兆円、国債・財投債が+3.2兆円となっている。ドル・円ベーススワップの拡大により、マイナス金利でも収益を得られる海外投資家が中・長期の国債を購入していたと推察される。

図表8 海外部門の金融資産の状況（2016年4-6月期）（左図：フロー等、右図：残高）



(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

2. 金融資産別の動向

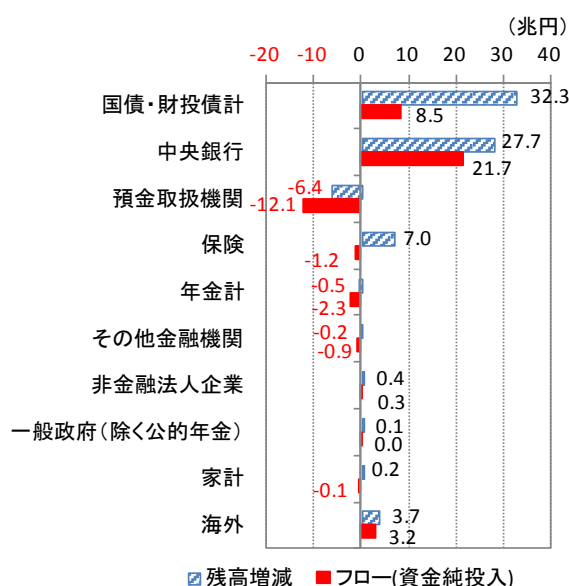
(1) 国債・財投債

中央銀行と保険の保有残高の増加が続く

国債・財投債の残高は987.4兆円（前期比+32.3兆円）で、12四半期連続で増加し、過去最高を更新した（図表9）。主体別保有残高を見ると、中央銀行（同+27.7兆円）が引き続き残高を大きく増やし、保険（同+7.0兆円）、海外（同+3.7兆円）も残高を増やしている。他方、預金取扱機関（同▲6.4兆円）や年金計（同▲0.5兆円）が残高を減らした。一連の金融緩和により、中央銀行は継続して大規模な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る状況が続いている。

中央銀行の保有残高は2010年1-3月期から26四半期連続で増加している。量的・質的金融緩和を導入する前（2013年3月末）の中央銀行の保有シェアは11.6%であったが、2016年6月末では34.9%に達し、この間に預金取扱機関を抜いて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38.9%から2016年6月末の22.9%へと保有シェアを大幅に低下させている。

図表9 国債・財投債の主体別保有状況（2016年4-6月期）（左図：フロー等、右図：残高）



項目	残高 (兆円)	保有シェア (%)	前期差 (%pt)
国債・財投債計	987.4	100.0	
中央銀行	344.9	34.9	(1.7)
預金取扱機関	226.6	22.9	(▲1.4)
保険	216.7	21.9	(▲0.0)
年金計	86.7	8.8	(▲0.3)
その他金融機関	30.9	3.1	(▲0.1)
非金融法人企業	6.2	0.6	(0.0)
一般政府(除く公的年金)	2.5	0.2	(▲0.0)
家計	14.0	1.4	(▲0.0)
海外	54.7	5.5	(0.2)
その他	4.3	0.4	(▲0.0)

(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

全ての主体において残高が減少

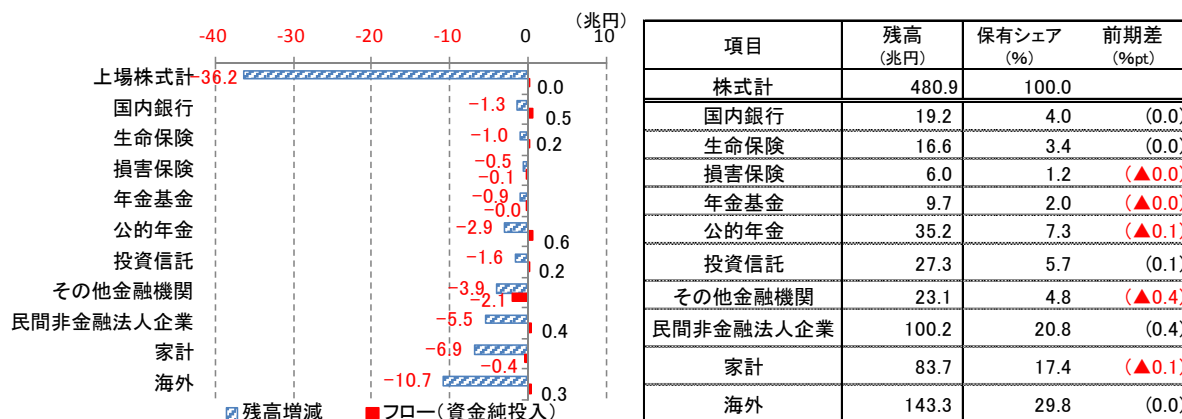
株式（ここでは上場株式に限定し、出資金は含まず）の残高は、前期比▲36.2兆円の480.9兆円となった（図表10）。各主体の減少額を見ると、海外（同▲10.7兆円）、家計（同▲6.9兆円）、民間非金融法人企業（同▲5.5兆円）等、全主体において残高が減少している。

主体別のフローを見ると、公的年金（+0.6兆円）、国内銀行（+0.5兆円）、民間非金融法人企業（+0.4兆円）、海外（+0.3兆円）等が買い手となった。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⁴。

2016年7-9月期においては、外国人投資家、個人投資家共に売り越しとなる可能性がある。「投資部門別 株式売買状況」（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、2016年7月から9月第2週までの間、外国人投資家が▲1.2兆円、個人が▲0.5兆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+0.7兆円の買い越しとなっている。

⁴ 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上場株式は、2016年6月末時点で35.2兆円だが、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27.3兆円であり、その大半を占めている。

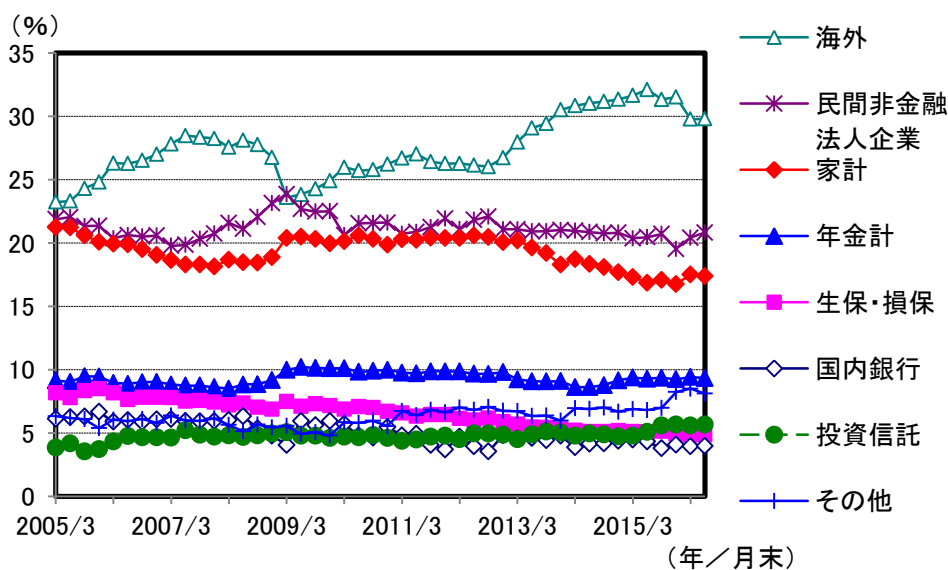
図表 10 株式（上場）の主体別保有状況（2016年4-6月期）（左図：フロー等、右図：残高）



(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

生命保険は中長期債を大幅に買い増し

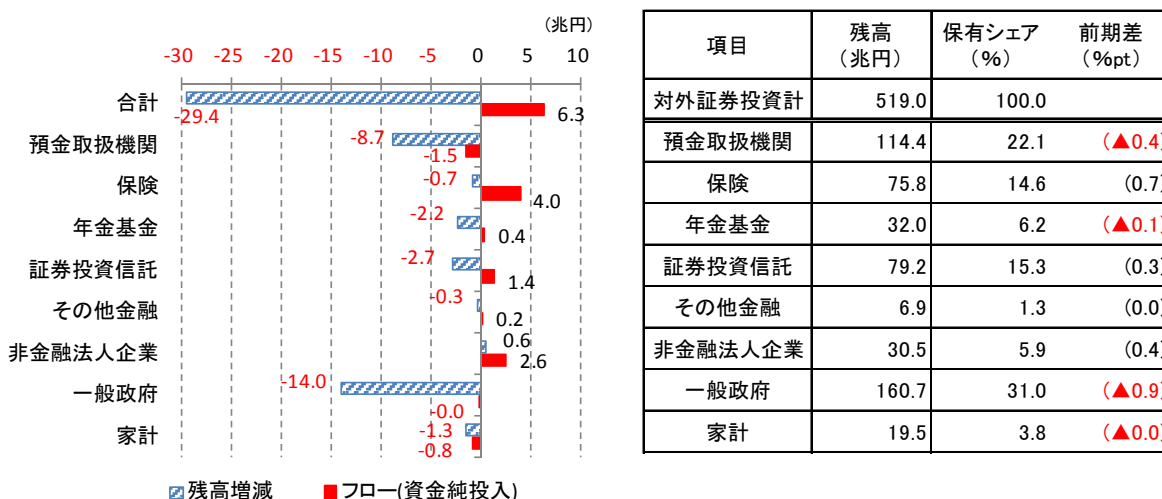
対外証券投資残高は 519.0 兆円（前期比▲29.4 兆円）と減少となった（図表 12）。残高の減少は前期末比で為替が円高になったことや、証券価格の下落等の影響によるものとみられ、フローで見ると対外証券投資は合計+6.3 兆円の取得超である。主体別に見ると一般政府の対外証券投資⁵残高が最も大きく減少しており（前期比▲14.0 兆円）、次いで預金取扱機関（同▲8.7

⁵ 主に通貨当局の外貨準備（外貨預金、金、SDR 等を除く）が計上されている。

兆円) となっている。

各主体がどのような資産に投資をしたかは、国際収支統計（対外証券投資）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できる⁶。2016年4-6月期においては、生命保険が中長期債（+3.9兆円）への投資を大幅に増加させている。国内金利の低下を受け、より高い利回りを得られる外債への投資を進めたものと考えられる。その他の主体を見ると、預金取扱機関は中長期債（▲0.9兆円）と短期債（▲0.5兆円）および株式・投資ファンド持分（▲0.3兆円）の持分を減らしている。また、証券投資信託（投資信託委託会社等）は中長期債（+0.9兆円）と株式・投資ファンド持分（+0.5兆円）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（+0.5兆円）と中長期債（+0.6兆円）をそれぞれ増やしている⁷。

図表 12 対外証券投資の主体別保有状況（2016年4-6月期）（左図：フロー等、右図：残高）

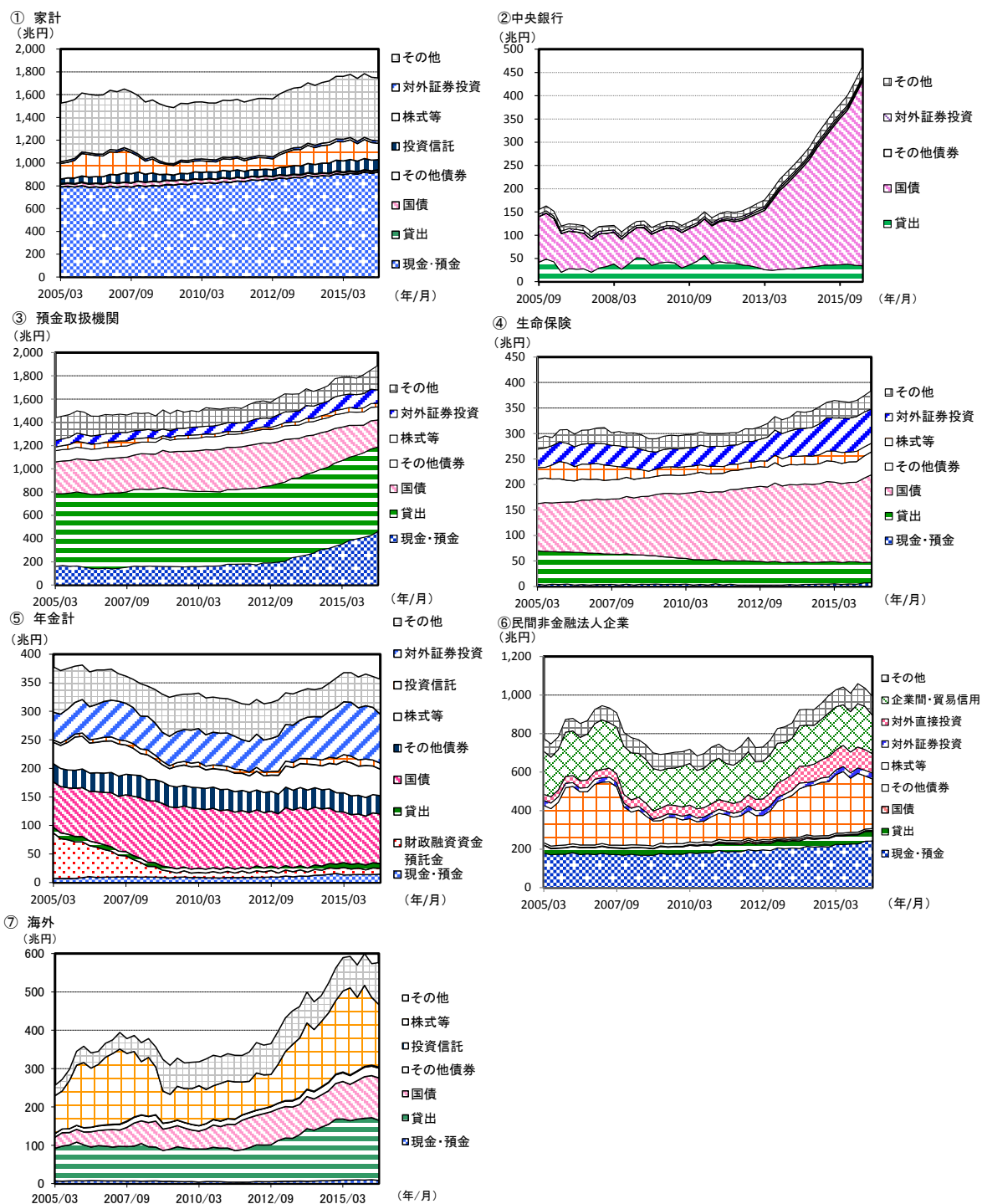


(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

⁶ 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。

⁷ いずれもネットの数値。

＜参考資料＞ 主体別金融資産残高



(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