

2016年12月26日 全13頁

# 資金循環統計（2016年7-9月期）

生保による対外証券投資は3期連続で過去最高の買い越し額を記録

金融調査部<sup>1</sup>

## [要約]

- 日本銀行（以下、日銀）から2016年7-9月期の資金循環統計（速報）が公表された。株高により家計、事業法人、年金等の金融資産残高が増えた一方で、金利上昇を背景に債券への資産配分の大きい預金取扱機関や生命保険の残高が減少した。
- 家計の金融資産残高は、株価の上昇による株式等の残高増加を主因に、3四半期ぶりに増加に転じた。但し、フローで見ると株式や投資信託等のリスク資産は資金純流出となっている。一方、低金利下における企業の積極的な個人向け社債発行を背景に、事業債への資金純流入が続き、資金純流入額は2000年以降で最大だった。
- 預金取扱機関（銀行等）は、これまで同様に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を増やして（買い越して）いるが、依然として現預金の積み上がる状況が続いている。
- 生命保険の金融資産残高は、金利上昇による国債やその他債券の時価下落を要因に減少した。国内での運用難が継続する中、対外証券投資は3四半期連続で過去最高の買い越し額を記録した。
- 事業法人（民間非金融法人企業）の金融資産残高は、現金積み増しと株価上昇により増加に転じた。現金・預金残高は5四半期連続で過去最高を更新している。資金調達を見ると、借入はプラス、株式等は若干のプラス、事業債は若干のマイナスとなっており、マイナス金利に伴う事業債による資金調達は一段落した形となっている。
- 海外部門の金融資産残高は、株式等や貸出残高の増加により2四半期連続の増加となった。株式等のフローでは売り越しとなっていることから、残高増加分は株価上昇によるものと思われる。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は引き続き確認できた。

<sup>1</sup> 執筆者は、中里幸聖、飯嶋カンナ、中田理恵、森駿介。

## 1. 主体別動向

### (1) 家計

#### 株価上昇を背景に、金融資産残高は3四半期ぶりに増加

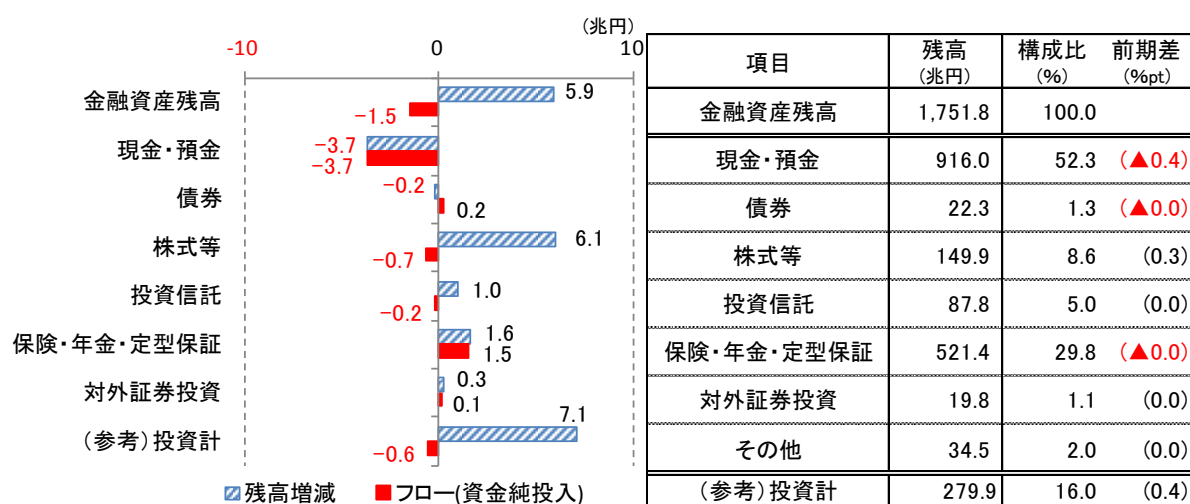
家計の金融資産残高は、1,751.8兆円（前期比+5.9兆円）と3四半期ぶりに増加した（図表1）。残高が増加した主な項目は株式等（同+6.1兆円）、投資信託（同+1.0兆円）、保険・年金・定型保証（同+1.6兆円）である。株式等や投資信託については、資金純流出が見られるため、英国国民投票のショックからの株価回復の効果が大きいと思われる。一方で、現金・預金は減少（同▲3.7兆円）し、916.0兆円となった。賞与後の夏季休暇期間という季節要因（収入が前期より減少する一方で、消費機会が多い）が背景にあると考えられる。

投資に関しては、株式等・投資信託どちらも売り越された。また、投資信託の資金流入の動向に関して大和ファンド・コンサルティングによると、7-9月期は国内株式型のファンドの解約が見られたが、不動産投資信託（国内外REIT）には8,052億円の資金純流入が見られた。

次に債券について見ると、国債・財投債の残高は13.3兆円（同▲0.7兆円）と減少だった。財務省によると個人向け国債発行は0.8兆円と好調だったが、償還額がそれ以上だったと推測できる。一方で、事業債は11四半期連続の資金純流入となり、残高は7.5兆円となっている。事業債への資金純流入額（5,750億円）は2000年以降では過去最大である。要因としては、低金利下で企業が個人向け社債発行による個人資金獲得を積極化させたことが挙げられる。

以上のように、家計は現金・預金残高等の減少はあったものの、それを上回る株高の影響を受けた株式等や投資信託残高の増加等により、全体では金融資産残高を増加させた。

図表1 家計の金融資産の状況（2016年7-9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

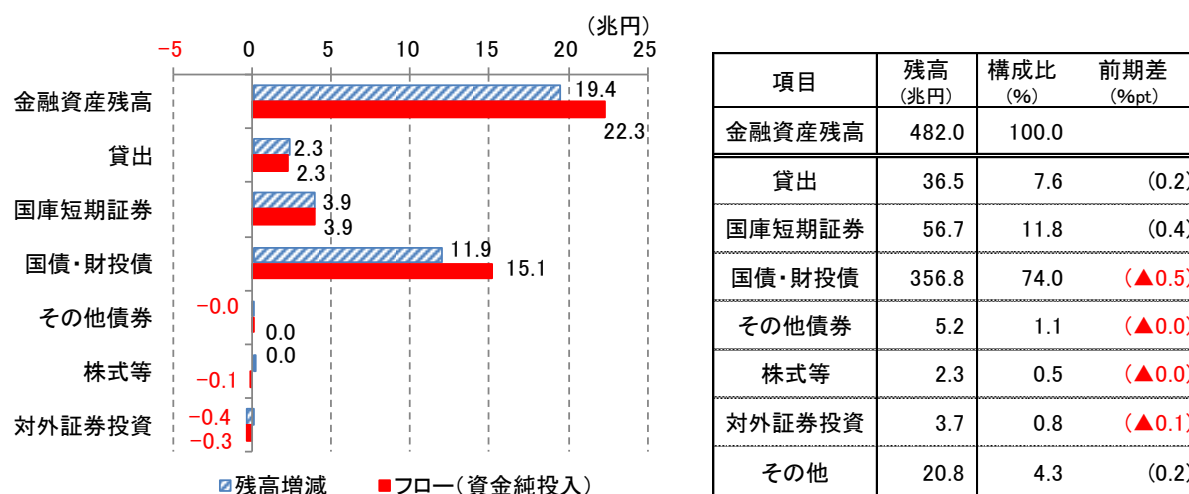
## (2) 中央銀行（日銀）

## 国債残高は過去最高を更新するも、債券価格の下落が影響

中央銀行の金融資産残高は、対外証券投資（前期比▲0.4兆円）が減少したものの、国債<sup>2</sup>（同+15.8兆円。うち国債・財投債同+11.9兆円、国庫短期証券同+3.9兆円）を主因に全体で前期比増加額が+19.4兆円となり、482.0兆円となった（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が影響しているが、フロー額の伸びと比較し残高の伸びが少ないため、金利上昇による債券価格の下落が推測される。10年国債金利を比較すると、2016年6月末の▲0.237%に対し、9月末には▲0.084%と上昇している。また、金融資産残高、国債残高ともに過去最高を更新した。

なお、2016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361.6兆円、国庫短期証券52.8兆円、貸付金35.1兆円、信託財産指数連動型上場投資信託（ETF）10.8兆円、信託財産不動産投資信託（J-REIT）0.4兆円、総資産475.8兆円となっている。

図表2 中央銀行の金融資産の状況（2016年7-9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

<sup>2</sup> 国債は国債・財投債と国庫短期証券の合計値。

### (3) 預金取扱機関（銀行等）

#### 貸出・対外証券投資が増加した一方、依然として現預金の積み上がりが続く

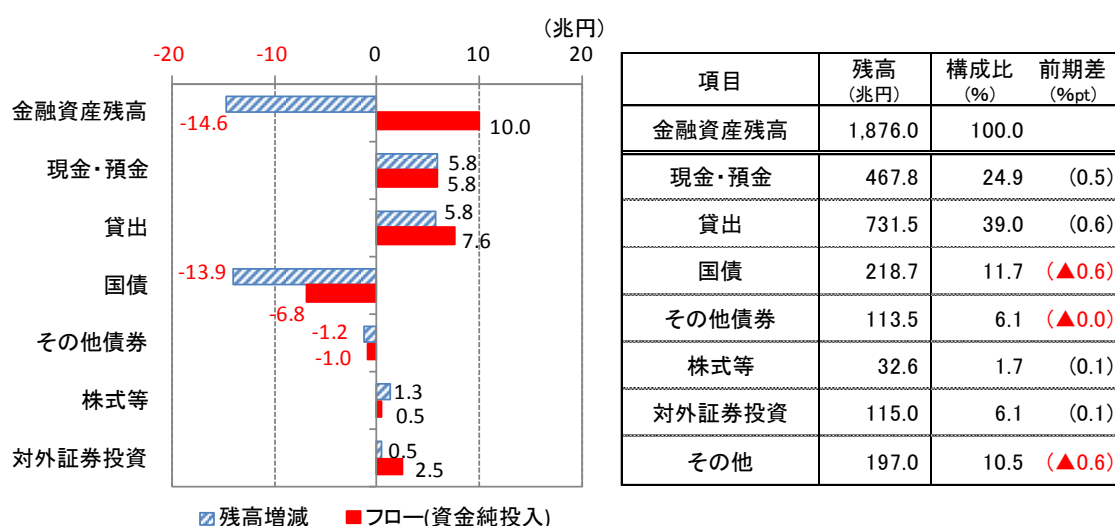
預金取扱機関の金融資産残高は、前期比▲14.6兆円の1,876.0兆円となった（図表3）。資産残高の減少には、国債（前期比▲13.9兆円）が主に寄与した。一方、貸出（同+5.8兆円）、現金・預金（同+5.8兆円）、株式等（同+1.3兆円）は残高増加となった。

国債（218.7兆円。国債・財投債（215.0兆円）および国庫短期証券（3.7兆円）の合計）の残高減少については、日銀の買い入れオペにより、フローで▲6.8兆円の売り越しとなったことに加え、金利上昇に伴う時価の下落も影響したものとみられる。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+6.6兆円増加で、18四半期連続増加）、現金・預金残高は16四半期連続で増加している。

貸出は、前期比+5.8兆円の残高増加に転じた。貸出のフローは+7.6兆円であることから、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73.9兆円（前期比▲0.7兆円）と減少に転じたが（図表4）、フローでは0.2兆円の流入超（借入増加）となっている。

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た一方、貸出や対外証券投資といったリスク資産を増加させたが、現金・預金の積み上がる状況が依然として続いている。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。

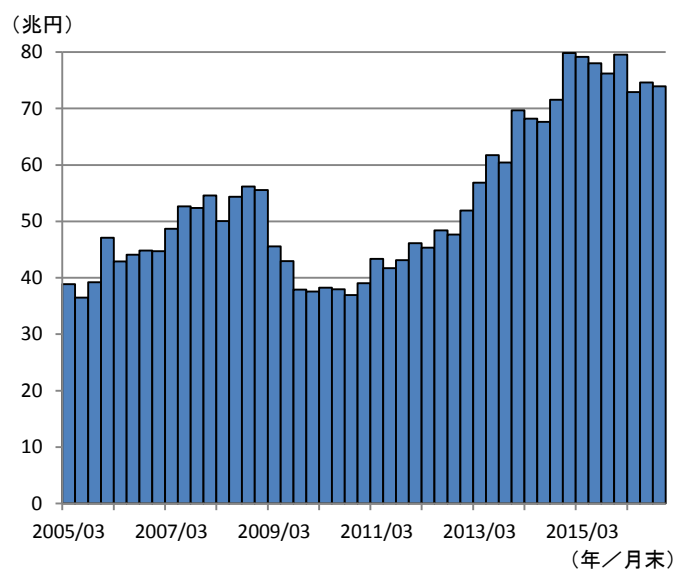
図表3 預金取扱機関の金融資産の状況（2016年7-9月期）（左図：フロー等、右図：残高）



(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

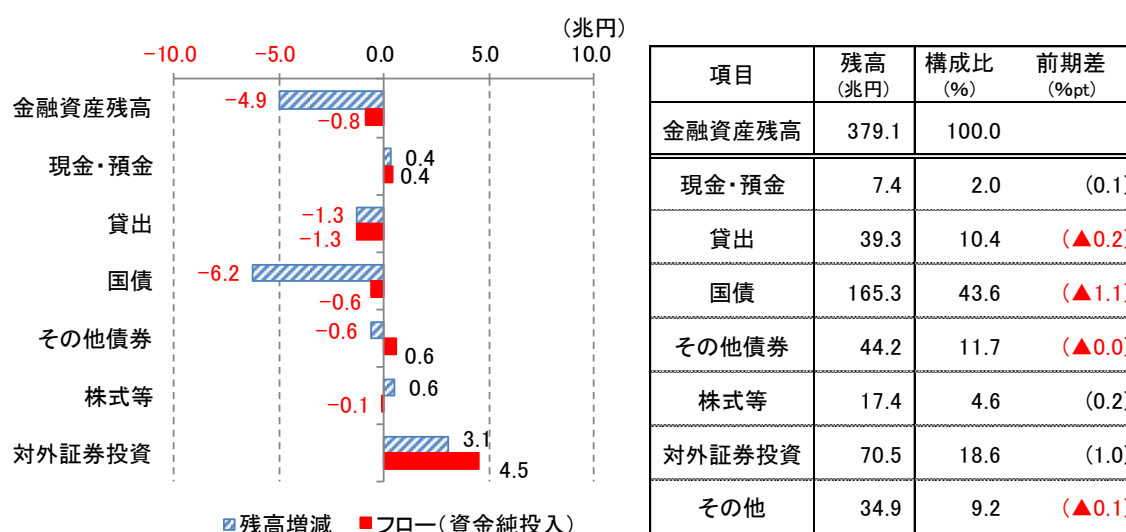
##### 対外証券投資の大幅な買い越しが続く

生命保険の金融資産残高は、前期比▲4.9兆円の379.1兆円となった(図表5)。金融資産残高の減少には、国債(同▲6.2兆円)や貸出(同▲1.3兆円)、その他債券(同▲0.6兆円)等が寄与した。但し、フローで見ると、国債の売り越し額は▲0.6兆円に留まっており、その他債券は0.6兆円の買い越しとなっていることから、残高の減少は金利上昇による時価下落の影響が大きかったことがうかがえる。

このほかの資産では、対外証券投資(同+3.1兆円)、株式等(同+0.6兆円)、現金・預金(同+0.4兆円)が増加となった。対外証券投資はフローでは4.5兆円の買い越しとなっており、3四半期連続で過去最高の買い越し額を記録した。株式等については、フローでは▲0.1兆円の売り越しとなっており、残高の増加は株高によるものと考えられる。

以上のように、金利上昇の影響を受けて、国債やその他債券の時価下落を主な要因に金融資産残高は減少した。なお、金利は上昇したものの依然として低水準にあることからインカムゲインは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7-9月期）（左図：フロー等、右図：残高）



## (5) 年金

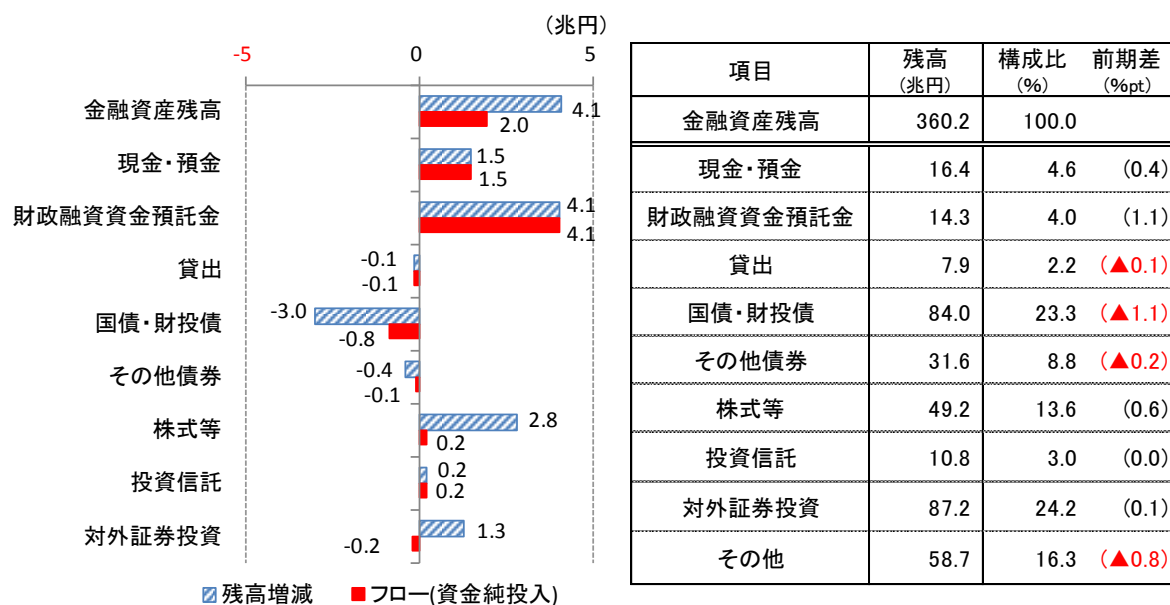
### リスク資産への資金流入は小幅、資産価格変動により残高のリスク資産シフト進展

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360.2兆円（前期比+4.1兆円）と増加に転じた（図表6）。

残高増減の内訳は、財政融資資金預託金（前期比+4.1兆円）、株式等（同+2.8兆円）、現金・預金（同+1.5兆円）、対外証券投資（同+1.3兆円）、投資信託（同+0.2兆円）が増加している一方、国債・財投債（同▲3.0兆円）などが減少している。フローでは、財政融資資金預託金（+4.1兆円）、現金・預金（+1.5兆円）のほか、株式等（+0.2兆円）、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（▲0.8兆円）、対外証券投資（▲0.2兆円）、貸出（▲0.1兆円）等がマイナスで、全体では+2.0兆円となった。

株式等はフローでは若干の増加、対外証券投資は若干の減少であるが、株価上昇等により残高は増加している。一方、国債・財投債はマイナス圏内ではあるが金利上昇（債券価格は低下）の影響もありフローのマイナス以上に残高が減少している。なお、財政融資資金預託金の増加は季節要因によるものと考えられる。フローの動向からは、2016年7-9月期も、債券を売却し、株式等や投資信託などのリスク資産を買い増す動きが続いていたと読み取れるが、小幅な動きとなった。資産価格変動の影響で、残高ベースでのポートフォリオの再構築はさらに進んだと言えよう。

図表6 年金の金融資産の状況（2016年7-9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）

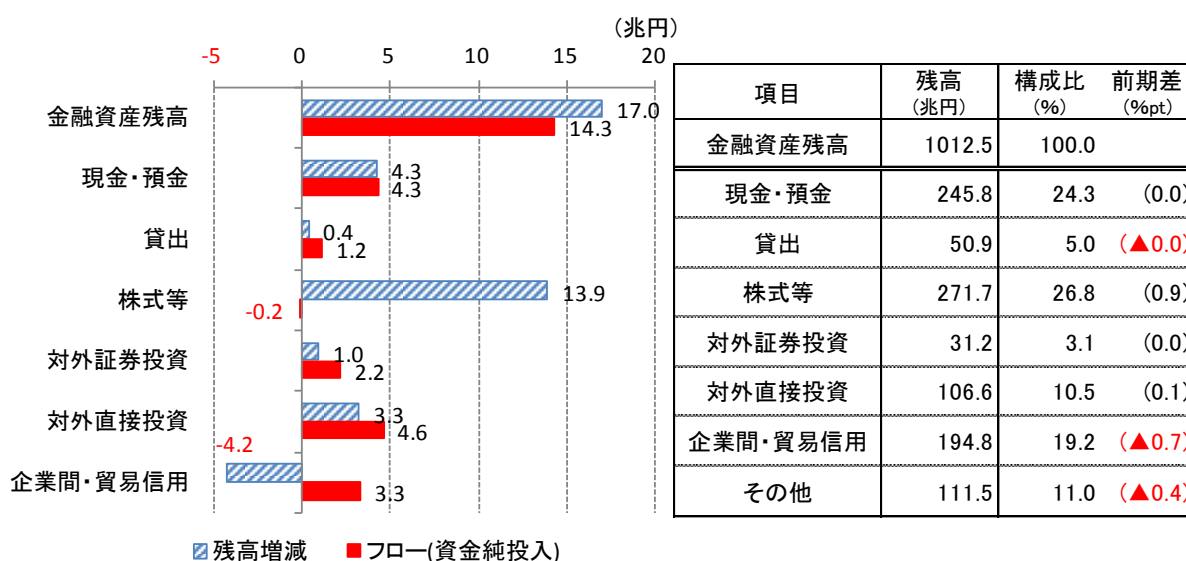
### 株価上昇と現預金積み増しにより金融資産残高は増加、現預金残高は過去最高更新続く

民間非金融法人企業の金融資産残高は1,012.5兆円（前期比+17.0兆円）と増加に転じた（図表7）。株式等（同+13.9兆円）、現金・預金（同+4.3兆円）、対外直接投資（同+3.3兆円）などが増加し、企業間・貿易信用（同▲4.2兆円）が減少している。現金・預金の残高は245.8兆円と5四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。

株式等はフローでは▲0.2兆円であるが、前期末比で株式相場が上昇したことが残高増加の主因である。フローで見た対外直接投資は+4.6兆円、対外証券投資は+2.2兆円であるが、円高により残高増加が抑えられた形となっている。企業間・貿易信用はフローで+3.3兆円であるが、対外直接投資などと同様に、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。

金融負債（資金調達）を見ると、フローで借入が+7.7兆円（うち民間金融機関からの借入+4.9兆円）、株式等が+0.1兆円であるが、事業債は▲0.6兆円となった。資金運用と資金調達の差（資金過不足）は+13.3兆円の資金余剰となった。マイナス金利政策に伴う事業債による資金調達は一段落した形となっている。

図表 7 民間非金融法人企業の金融資産の状況 (2016年7-9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

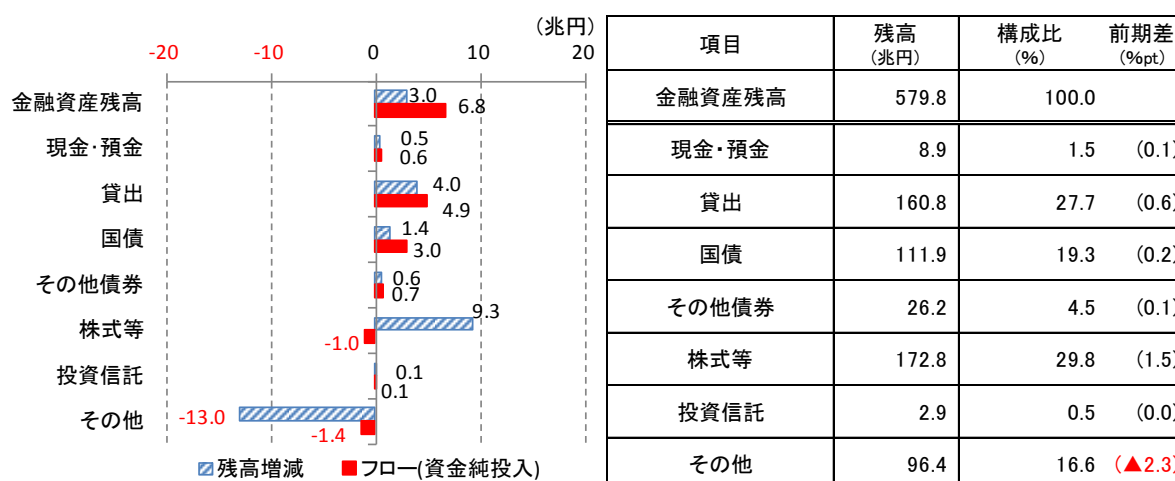
### 国債へ5四半期連続の資金純流入

海外部門の金融資産残高は、579.8兆円(前期比+3.0兆円)と2四半期連続の増加となった(図表8)。主な要因は貸出が160.8兆円(同+4.0兆円)、株式等が172.8兆円(同+9.3兆円)と増加したことによる。但し、株式等に関しては、フローが▲1.0兆円の減少となった。9月末に日銀の金融政策決定会合を控えていたことから様子見の姿勢を見せていたと思われる。

国債は残高が111.9兆円(同+1.4兆円)、フローが+3.0兆円とともに増加した。国債のフローにおける増加の内訳は、国庫短期証券が+1.0兆円、国債・財投債が+2.0兆円となっている。ドル・円ベーススワップが引き続き大きいことから、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たと推察される。また、主体別でみたときの海外投資家の国債保有シェアは、前期比+0.3%ポイント上昇の10.3%となっている。



図表8 海外部門の金融資産の状況（2016年7-9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

## 2. 金融資産別の動向

### (1) 国債・財投債

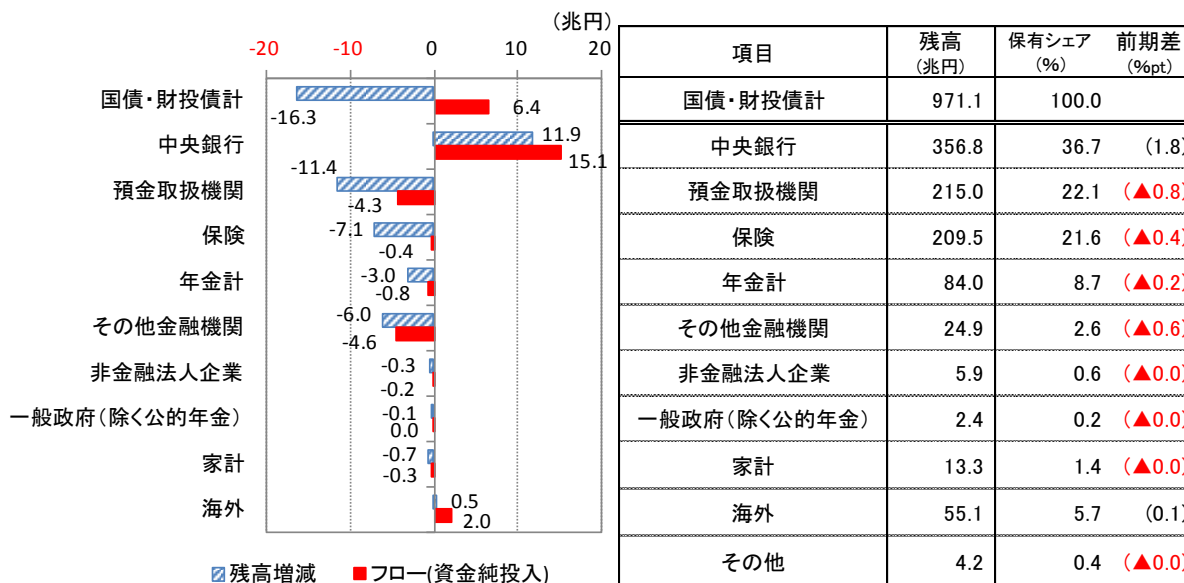
#### 中央銀行以外は軒並み残高減少、中央銀行の大量買い増しが続く

国債・財投債の残高は時価ベースで971.1兆円（前期比▲16.3兆円）で、13四半期ぶりに減少に転じた（図表9）。フローでは+6.4兆円と2009年7-9月期以降29四半期連続でプラスが続いており、残高変動がマイナスなのは金利上昇（債券価格は低下）の影響によるものと考えられる。

主体別保有残高を見ると、中央銀行（前期比+11.9兆円）が引き続き残高を大きく増やしている以外は軒並み残高を減少させている。預金取扱機関（同▲11.4兆円）、保険（同▲7.1兆円）、その他金融機関（同▲6.0兆円）、年金計（同▲3.0兆円）などの残高減少が大きい。中央銀行と海外を除き、フローでも軒並みマイナスとなっている。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27四半期連続で増加している。またフローでは、2013年3-6月期以降14四半期連続で10兆円を超える水準（12~22兆円の範囲）でのプラスが続いている。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9月末では36.7%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9月末の22.1%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7-9月期）（左図：フロー等、右図：残高）



(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

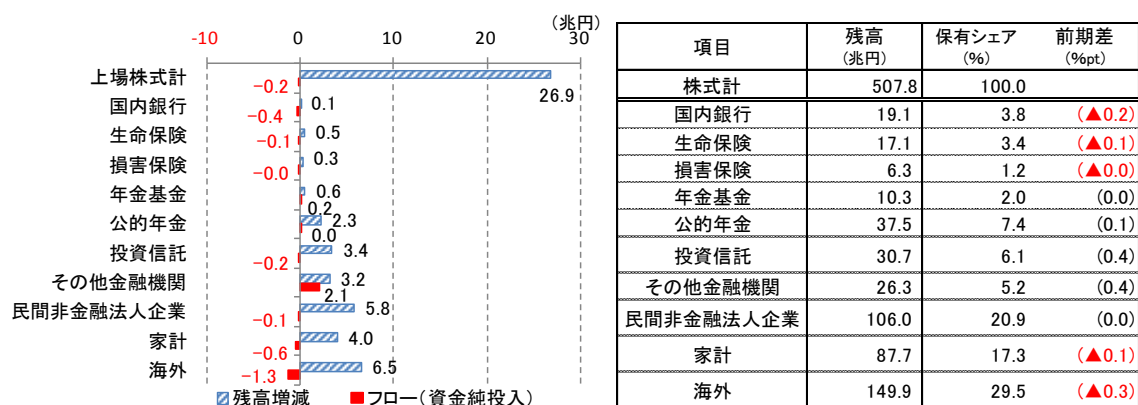
### 全ての主体において残高が増加

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+26.9兆円の507.8兆円となった（図表10）。各主体の減少額を見ると、海外（同+6.5兆円）、民間非金融法人企業（同+5.8兆円）、家計（同+4.0兆円）等、全主体において残高が増加している。

主体別のフローを見ると、海外（▲1.3兆円）、家計（▲0.6兆円）等が売り手となった一方で、その他金融機関（+2.1兆円）、年金基金（+0.2兆円）、公的年金（+0.0兆円）等が買い手となった。なお、その他金融機関の内訳を見ると、農林水産金融機関（+0.7兆円）、証券会社（+1.2兆円）等がプラスに寄与している。

2016年10-12月期においては、外国人投資家は買い越し、個人投資家は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10月から12月第1週までの間、外国人投資家が+2.6兆円の買い越し、個人が▲2.6兆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▲0.05兆円とわずかながら売り越しとなっている。

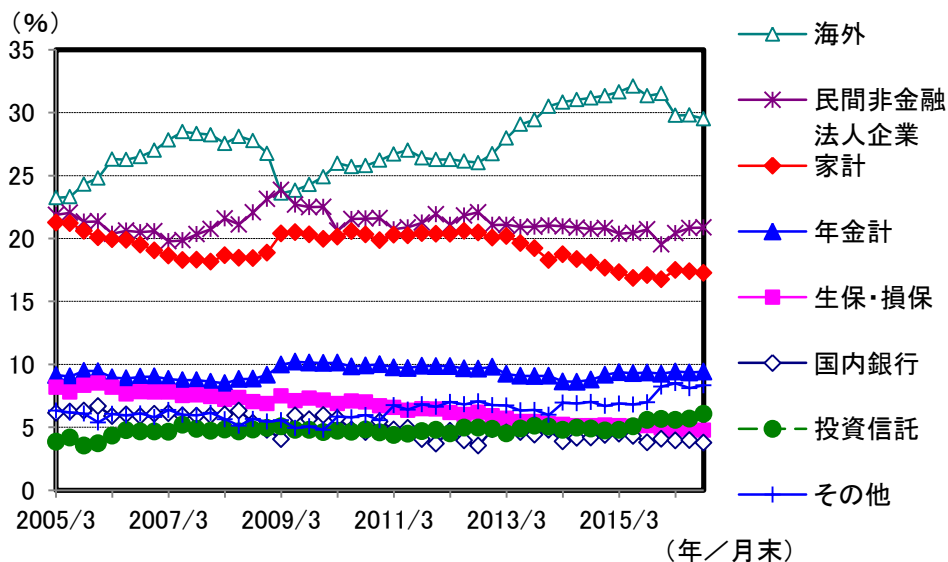
図表 10 株式（上場）の主体別保有状況（2016年7-9月期）（左図：フロー等、右図：残高）



(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

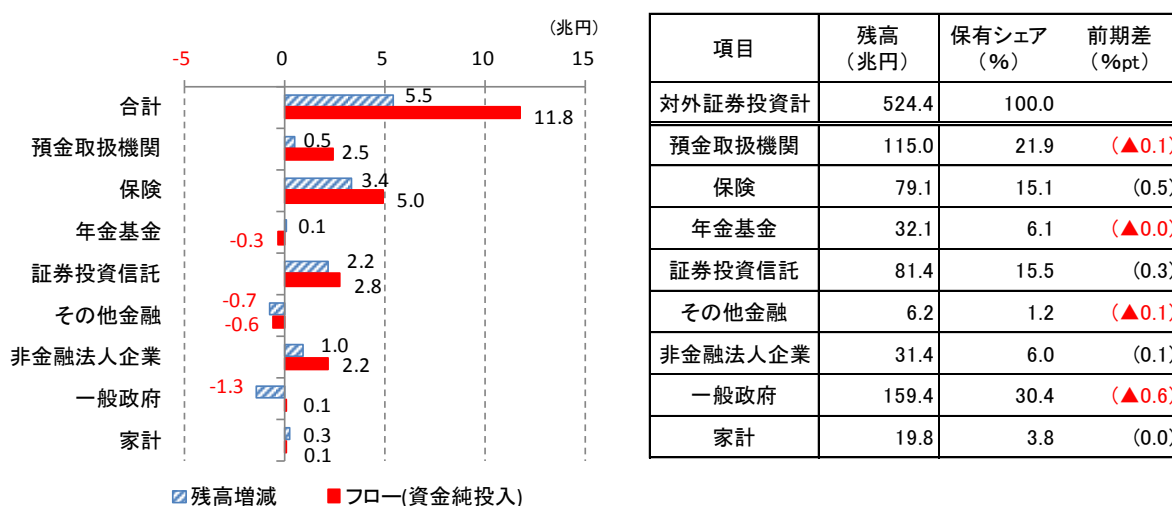
対外証券投資残高は524.4兆円（前期比+5.5兆円）となった（図表12）。前期末比で為替が円高になったが、フローで見ると合計+11.8兆円の取得超であり、これが残高増加に寄与した。主体別に見ると保険の残高が最も大きく増加しており（前期比+3.4兆円）、次いで証券投資信託（同+2.2兆円）となっている。

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<sup>3</sup>。2016年7-9月期においては、中長期債を生命保険・預金取扱機関がそれぞれ+4.7兆円、+2.3兆円買い越している。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。特にマイナス金利幅が拡大した7月において投資額の拡大が見られた。また、証券投資信託(投資信託委託会社等)は中長期債(+1.2兆円)と株式・投資ファンド持分(+1.5兆円)をそれぞれ増やしている<sup>4</sup>。

また、地域別の中長期債に関して、北米(+7.5兆円)、欧州(+1.8兆円)への資金純流入が見られたものの、アジアについては▲377億円の資金純流出が見られた。金利の大幅な低下により国内でインカムゲインを得にくい状況下において、生命保険・預金取扱機関を中心とした資金が米国や欧州へと流れたものと思われる。

図表 12 対外証券投資の主体別保有状況 (2016年7-9月期) (左図：フロー等、右図：残高)

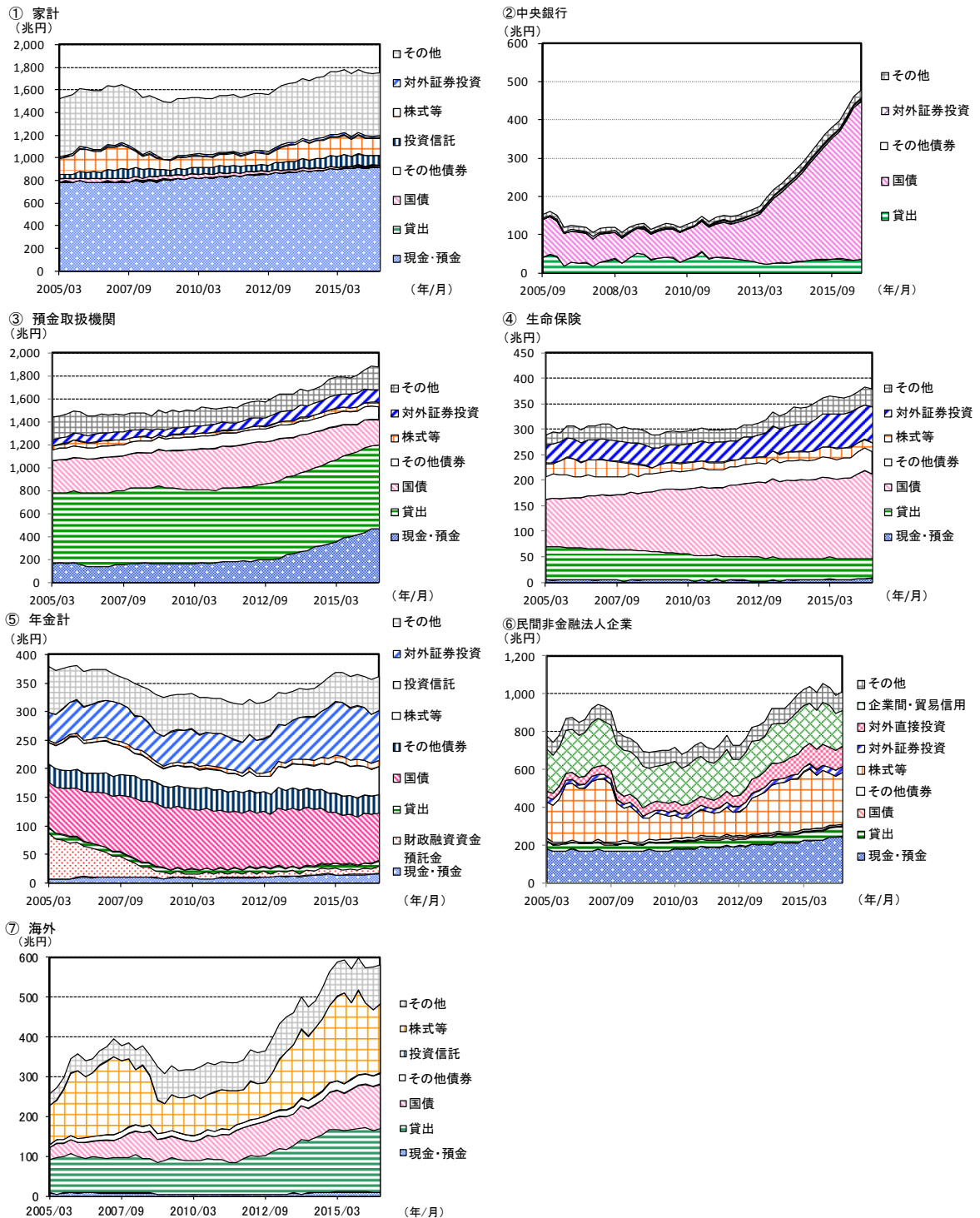


(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

<sup>3</sup> 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。

<sup>4</sup> いずれもネットの数値。

＜参考図表＞ 主体別金融資産残高



(注) 2008SNA ベース。国債は国債・財投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