

2017年3月28日 全18頁

# 資金循環統計（2016年10-12月期）

## 株は売り越しが大半だが、株高と円安で残高増加

金融調査部<sup>1</sup>

### [要約]

- 日本銀行（以下、日銀）から2016年10-12月期の資金循環統計（速報）が公表された。11月からのいわゆるトランプ相場で株高・円安が生じたことから、全般に保有資産の時価上昇に伴う金融資産残高の押し上げが見られた。
- 家計の金融資産残高は、株価の上昇と季節要因（賞与）が残高の増加を牽引した。ただし、フローで見ると株式は売り越しとなっており、米国大統領選以降の株価の上昇による利益確定売りが進んだとみられる。
- 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ているが、その売却代金が日銀当座預金として積み上がる状況が続いている。一方、貸出は、円安による外貨建て分の時価上昇も手伝い、大幅に増加した。
- 生命保険の金融資産残高は、金利上昇による国内債券の時価下落を主な要因に減少した。国内での運用難が継続する中、引き続き対外証券投資に積極的な様子が見られる。
- 事業法人（民間非金融法人企業）の金融資産残高は、株価上昇と円安により大幅に増加した。現金・預金残高は前期末に比べ若干減少したが過去<sup>2</sup>番目の水準である。資金調達を見ると、借入はプラス、株式等と事業債は若干のマイナスであり、マイナス金利政策の効果が一段落したことにより資本市場での資金調達を控えた形となっている。
- 年金は、株価上昇等の影響によるリスク資産の価格上昇が寄与し、金融資産残高が増加した。公的年金は、リスク資産を買い増す動きは小幅であったが、残高は増加しポートフォリオの再構築が進んだといえる。企業年金の対外証券投資は、フローはマイナスとなったが、円安により残高は増加した。

<sup>1</sup> 執筆者は、土屋貴裕、中里幸聖、佐川あぐり、菅谷幸一、飯嶋カンナ、中田理恵

<sup>2</sup> 資金循環統計（四半期計数）の遡及計数について、現行基準（2008SNAベース）では、残高（ストック）は2005年1-3月期以降、取引フローは2005年4-6月期以降、データが提供されている。ただし、旧基準（1993SNAベース）では、残高（ストック）は1997年10-12月期以降、取引フローは1998年1-3月期以降のデータが利用可能である。

## 目次

1. 主体別動向.....	3
(1) 家計.....	3
BOX 1 定期性預金からの資金流出と個人向け国債の人気回復.....	4
(2) 中央銀行（日銀）.....	4
(3) 預金取扱機関（銀行等）.....	5
(4) 生命保険.....	6
(5) 年金.....	7
① 公的年金.....	7
② 企業年金.....	8
BOX 2 これまでの年金制度の変遷と金融資産残高の動向.....	10
(6) 民間非金融法人企業（事業法人）.....	11
(7) 海外.....	12
2. 金融資産別の動向.....	13
(1) 国債・財投債.....	13
(2) 株式.....	14
(3) 対外証券投資.....	15
3. 部門別資金過不足.....	17
おわりに.....	17

## 1. 主体別動向

### (1) 家計

#### 株価上昇が金融資産残高の増加を牽引

家計の金融資産残高は、1,800.3兆円（前期比+47.1兆円）に増加した（図表1）。残高が増加した主な項目は現金・預金（同+20.5兆円）、株式等（同+16.7兆円）、投資信託（同+7.3兆円）、保険・年金・定型保証（同+3.1兆円）である。11月の米国大統領選以降の株価の上昇が株式等および投資信託の残高を大幅に押し上げた。現金・預金の大幅増加については冬季の賞与支給時期という季節要因が背景にあると考えられる。

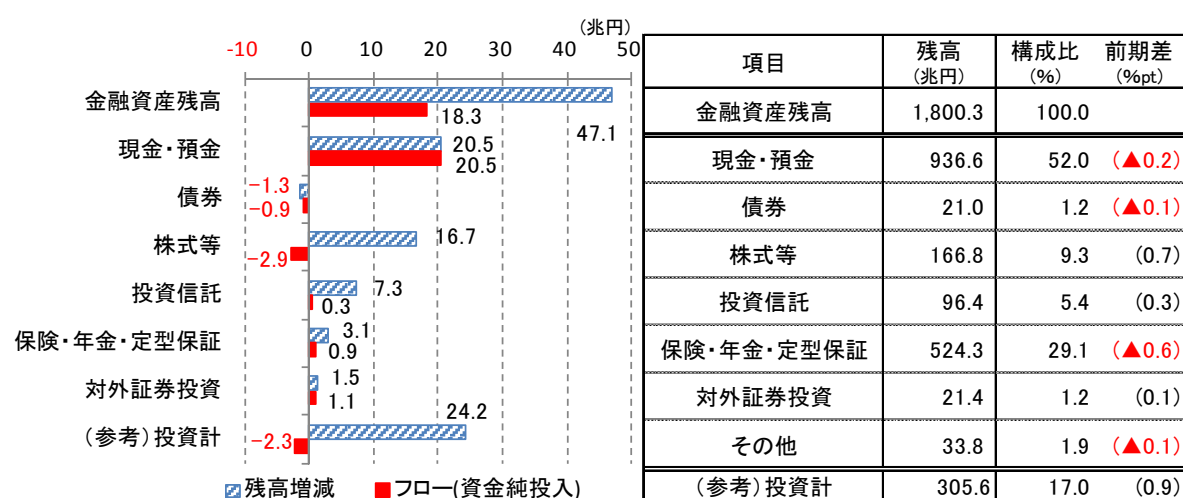
投資についてフローの面から見ると、株式等（▲2.9兆円）や債券（▲0.9兆円）が売却超となった。一方で、対外証券投資（+1.1兆円）、保険・年金・定型保証（+0.9兆円）、投資信託（+0.3兆円）が取得超となった。

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、2016年10-12月期は国内株式型、国内債券型、国際債券型のファンドなどで資金純流出が見られたが、国際株式型、ETF型では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12.7兆円（同▲0.6兆円）と減少した。財務省によるとこの間の個人向け国債発行は0.7兆円と比較的好調だったが、償還額がそれ以上だったと推測できる。また事業債は償還額が発行額を大きく上回ったことから12四半期ぶりの資金純流出となり、残高は6.9兆円となっている。この資金純流出額（5,035億円）は2006年第2四半期以降では最大であった。

株式等は米国大統領選以降の株価の上昇による利益確定売りが進んだ一方で、債券は償還が進んだことを主因として純資金流出となった可能性がある。

図表1 家計の金融資産の状況（2016年10-12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

## BOX 1 定期性預金からの資金流出と個人向け国債の人気回復

10-12 月期は賞与支給時期であり、現金・預金に資金が流入する傾向にあるが、マイナス金利政策を背景に定期性預金から資金が流出した。一方で、流動性預金へ 17.0 兆円の資金が流入し、旧基準（1993SNA ベース）の統計開始（1998 年 1-3 月期）以来、最大の規模となった。この他、株価上昇、円安の進行に伴って、株式等からは利益確定とみられる資金流出が生じたが、投信、外貨預金、対外証券投資には資金が流入した。

家計の国債向け資金フローは資金純流出で、国債の購入よりも償還と売却が多いことになる。個人向け国債の発行額は 7-9 月期よりは少ないが前年同時期の 2015 年 10-12 月より増加しており、資金の流出幅は縮小した。個人向け国債は、2017 年 1-3 月期に発行が大幅に増えていることから、マイナス金利下で最低限の金利がつく個人向け国債の人気が回復しつつあると言える。特に変動 10 年債の発行額が増加し、米国の利上げ等を受けて今後の金利上昇期待が高まっているとみられる。10-12 月期に流動性預金へ流入した資金は待機資金となり、その後、他の資産にシフトが進んでいる可能性がある。

## (2) 中央銀行（日銀）

### 今期も金融資産残高・国債残高が過去最高を更新

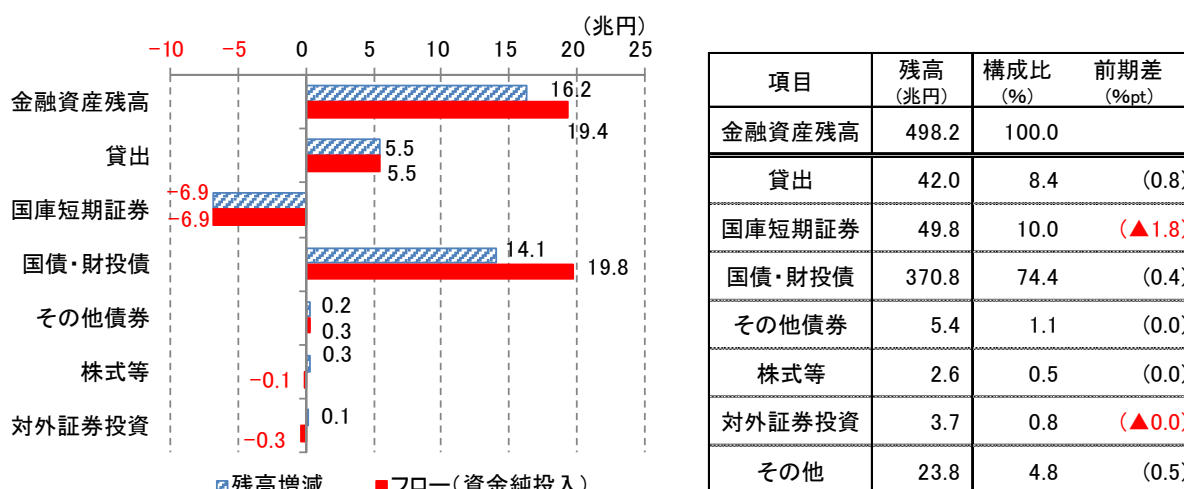
中央銀行の金融資産残高は、国庫短期証券（前期比▲6.9 兆円）が減少したものの、国債・財投債（同+14.1 兆円）、貸出金（+5.5 兆円）、投資信託受益証券（同+3.0 兆円）等の増加により、全体で前期比+16.2 兆円の増加となる 498.2 兆円となった（図表 2）。金融資産残高および国債<sup>3</sup>残高はともに過去最高を更新した。

国債・財投債は、金融緩和政策（国債の買入れオペ）の影響により増加を続けているが、金利上昇（債券価格下落）の影響により、フロー（+19.8 兆円）と比べて残高の伸びが小さくなった。長期国債金利を比較すると、2016 年 9 月末の▲0.085%に対し、12 月末には 0.04%まで上昇している。

なお、2017 年 3 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 379.6 兆円、国庫短期証券 43.4 兆円、貸付金 39.9 兆円、信託財産指数連動型上場投資信託（ETF）12.6 兆円、信託財産不動産投資信託（J-REIT）0.4 兆円、総資産 490.9 兆円となっている。

<sup>3</sup> 国債は国債・財投債と国庫短期証券の合計値。

図表2 中央銀行の金融資産の状況（2016年10-12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）

#### 日銀当座預金の増加が続く中、貸出が大幅に増加

預金取扱機関の金融資産残高は、前期比+79.0兆円の1,955.9兆円となった（図表3）。資産残高の増加には、貸出（前期比+22.8兆円）、現金・預金（同+21.5兆円）、金融派生商品（同+17.7兆円。うちフォワード系+16.3兆円）が主に寄与した。一方、国債（同▲9.9兆円）は残高減少となった。

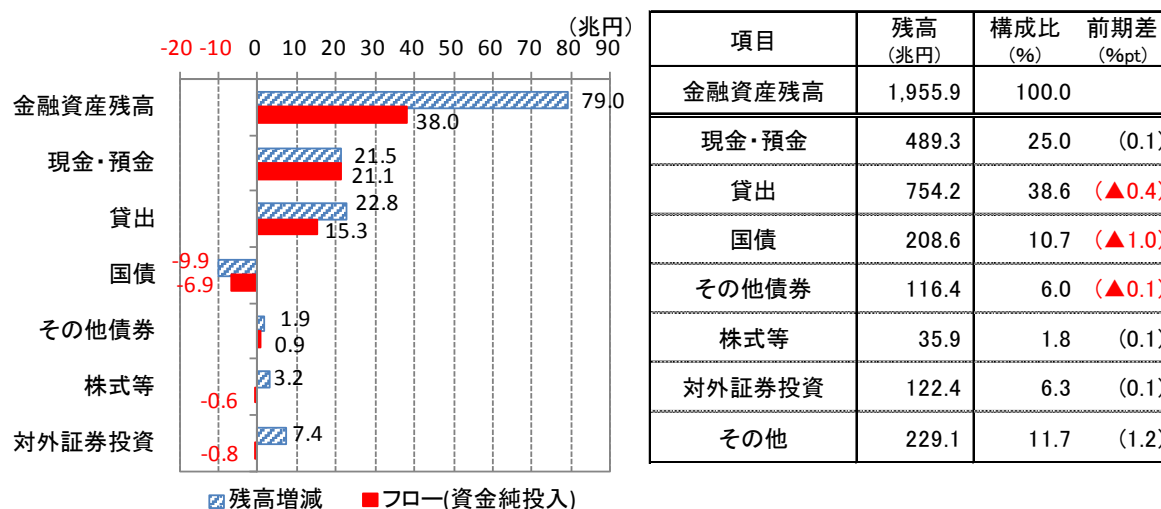
国債（208.6兆円。国債・財投債（203.6兆円）および国庫短期証券（5.1兆円）の合計）の残高減少については、日銀の買入れオペにより、フローで▲6.9兆円の売り越しとなったことに加え、金利上昇に伴う時価下落も影響したものとみられる。なお、国債の売却代金は、日銀当座預金に積み上がっており（日銀預け金は前期比+17.3兆円増加で、19四半期連続増加）、現金・預金残高は17四半期連続で増加している。

貸出残高の増加（前期比+22.8兆円）は、現行基準で遡及可能な2005年以降では、過去最大の伸びとなった。ただし、貸出のフローは+15.3兆円であることから、海外向け貸出のうち外貨建て分において、円安による時価上昇が寄与したと考えられる。海外向け貸出については、海外部門の負債を見ても、民間金融機関からの借入残高（83.6兆円）は増加（同+11.4兆円）したが（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、時価上昇の影響が大きいことが分かる。対外証券投資は、海外の金利上昇に伴う損失確定で売り越しとなったとみられる。

このほか、対外証券投資や株式の残高増加（それぞれ同+7.4兆円、同+3.2兆円）についても、フローでは売り越しとなったことから、円安または株高による時価上昇が大きく寄与した

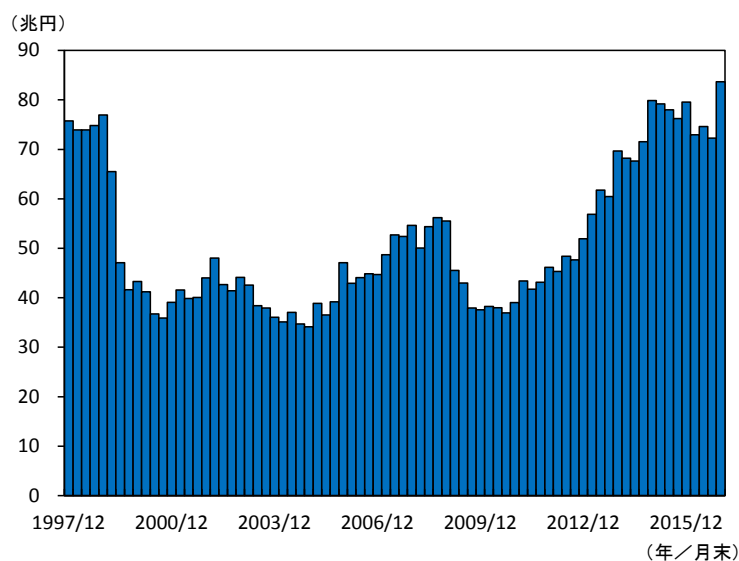
ことがうかがえる。

図表3 預金取扱機関の金融資産の状況（2016年10-12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

国内債券の時価下落で金融資産残高は減少、対外証券投資は買い越しが続く

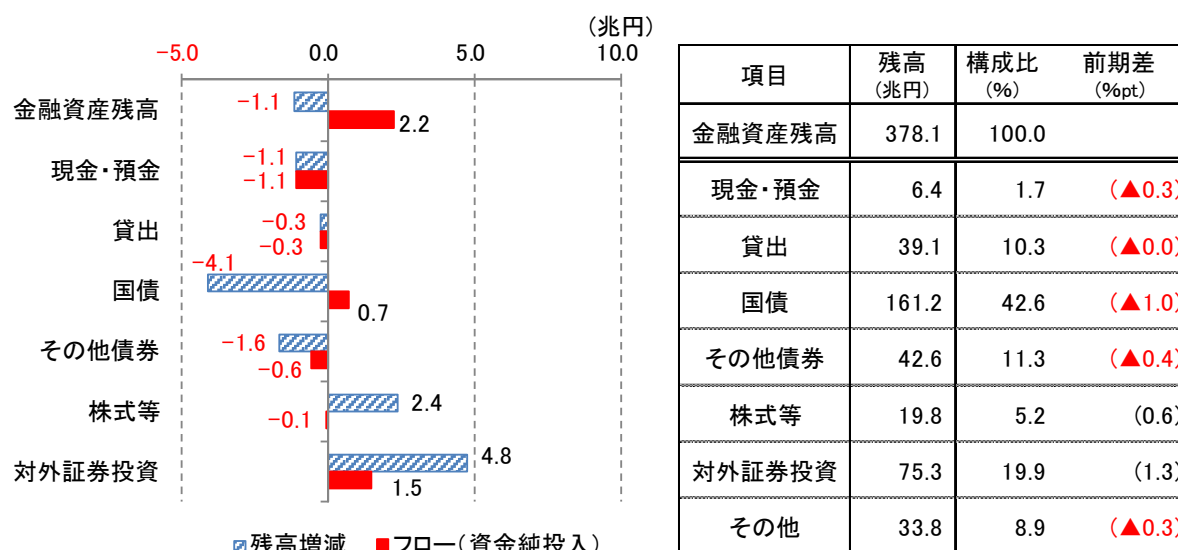
生命保険の金融資産残高は、前期比▲1.1兆円の378.1兆円となった（図表5）。金融資産残高の減少には、国債（同▲4.1兆円）やその他債券（同▲1.6兆円）、現金・預金（同▲1.1兆円）等が寄与した。ただし、フローで見ると、国債は+0.7兆円の買い越し、その他債券は▲0.6兆

円の売り越しにとどまっていることから、それぞれの残高減少は金利上昇による時価下落の影響を大きく受けたことがうかがえる。

一方、このほかの資産では、対外証券投資（同+4.8兆円）、株式等（同+2.4兆円）が増加となった。対外証券投資は、フローでは1.5兆円の買い越しであり、円安による時価上昇の影響が大きかったことが推測されるが、引き続き対外証券投資に積極的な様子が見られる。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、金利上昇による国内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、買い越しの動きが今後も続く可能性が考えられる。

図表5 生命保険の金融資産の状況（2016年10-12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

年金については、公的年金と企業年金の主体別の動向から、全体の動きを確認する。

### ① 公的年金

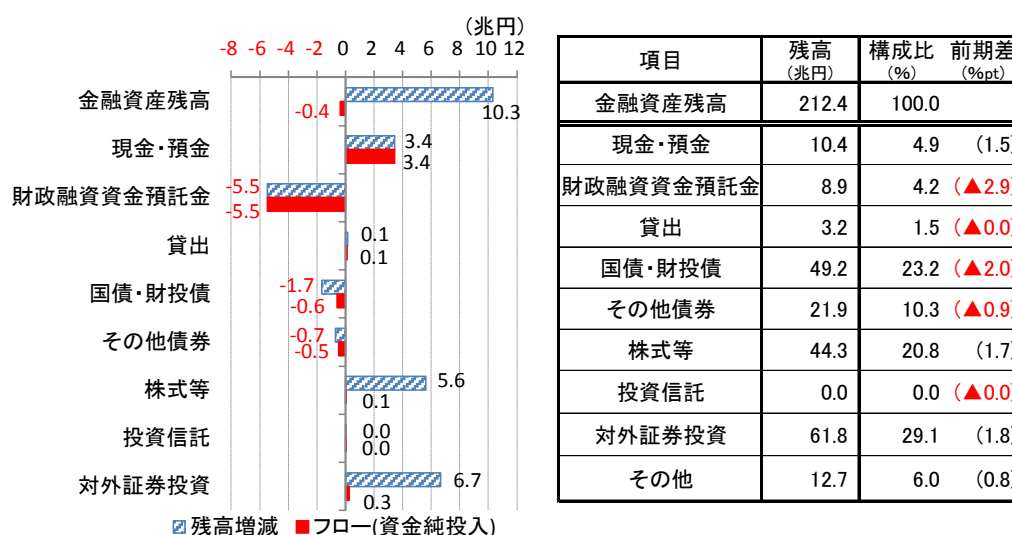
#### リスク資産への資金流入は小幅、資産価格変動によりリスク資産の残高増加

公的年金の金融資産残高は212.4兆円（前期比+10.3兆円）と増加に転じた（図表6）。残高増減の内訳を見ると、対外証券投資（同+6.7兆円）、株式等（同+5.6兆円）、現金・預金（同

+3.4兆円)などが増加している一方、財政融資資金預託金(同▲5.5兆円)、国債・財投債(同▲1.7兆円)、その他債券(同▲0.7兆円)が減少している。フローでは、現金・預金(+3.4兆円)や、対外証券投資(+0.3兆円)、株式等(+0.1兆円)などがプラスである一方、財政融資資金預託金(▲5.5兆円)、国債・財投債(▲0.6兆円)などがマイナスとなり、全体では▲0.4兆円となった。

株式等、対外証券投資などのリスク資産については、フローでは若干のプラスであるが、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。フローの動向からは、2016年10-12月期は、債券の売却が進んだものの、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は小幅であった。しかし、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 公的年金の金融資産の状況(2016年10-12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

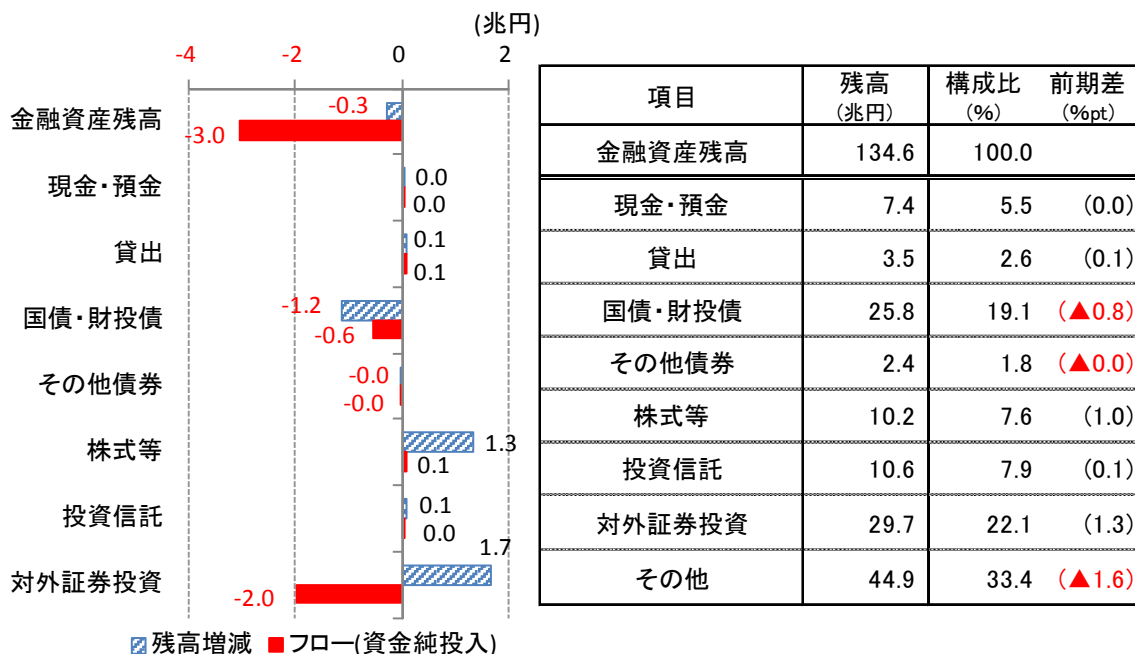
## ② 企業年金

### 対外証券投資のフローはマイナスとなるものの、円安により残高は増加

企業年金の金融資産残高は134.6兆円(前期比▲0.3兆円)であった。残高増減の内訳を見ると、対外証券投資(同+1.7兆円)、株式等(同+1.3兆円)が増加している一方、国債・財投債(同▲1.2兆円)などが減少している。フローでは、株式等(+0.1兆円)などが若干のプラスとなったが、対外証券投資(▲2.0兆円)、国債・財投債(▲0.6兆円)などがマイナスとなり、全体では▲3.0兆円となった。対外証券投資への資金フローはマイナス、株式等へは若干のプラスであったが、円安・株高の影響により、どちらの残高も大きく増加した。

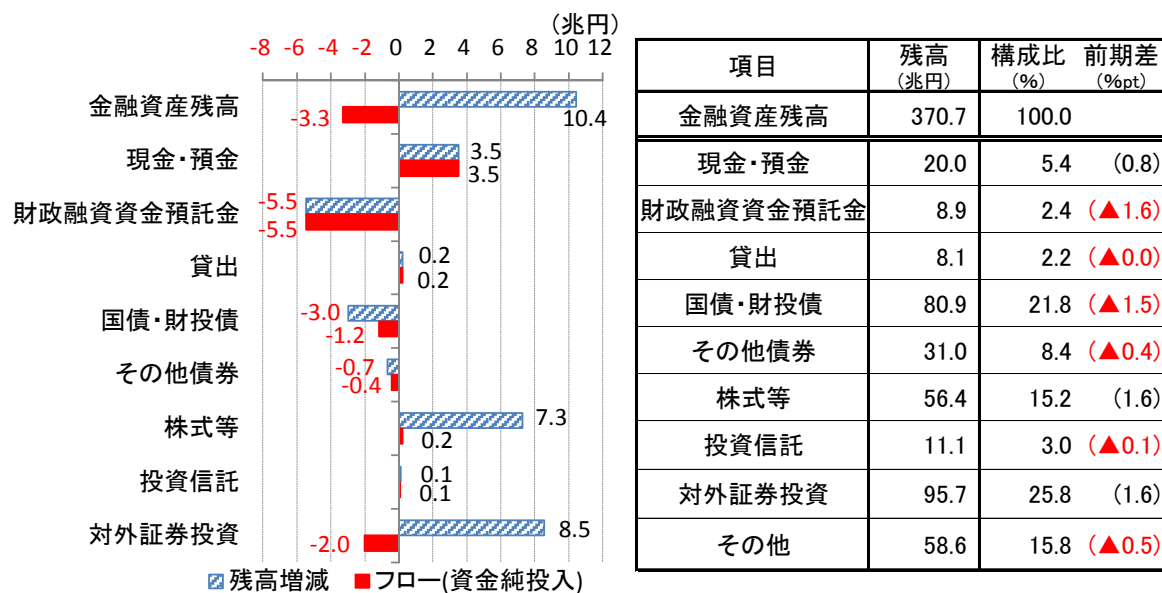


図表7 企業年金の金融資産の状況 (2016年10-12月期) (左図:フロー等、右図:残高)



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

図表8 年金計の金融資産の状況 (2016年10-12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

## BOX 2 これまでの年金制度の変遷と金融資産残高の動向

公的年金は、主に国民年金と厚生年金の年金積立金の管理・運用を行う GPIF<sup>4</sup>と、共済年金の積立金を管理・運用する各共済組合<sup>5</sup>から構成される。各主体の運用資産総額は、GPIF が 140.6 兆円（2016 年 3 月末）、各共済組合等全体で 52.9 兆円（2015 年 3 月末）となる。

企業年金は公的年金を補完する私的年金の一つであり、確定給付型年金（厚生年金基金、確定給付企業年金）と確定拠出型年金（企業型）から構成される。

企業年金については、1962 年に適格退職年金、1966 年に厚生年金基金が確定給付型の制度として創設され、2000 年代に新制度が誕生するまでの間、代表的な制度であった。当初、企業年金の運用においては、様々な規制が存在していたが、1990 年代を境に規制緩和が進み、それ以降は株式や外貨建て資産などのリスク資産を中心としたものに変化している。

しかし、1990 年代以降は、バブル崩壊後の運用環境の悪化により、安定した運用利回りが維持できなくなっていた。さらに、2000 年に導入された退職給付会計基準による年金債務の財務諸表計上など、年金制度運営における企業経営上のリスクが高く意識されるようになった。そこで、制度改革が進められ、2001 年に確定拠出年金（DC）、2002 年に確定給付企業年金（DB）が新たに創設された<sup>6</sup>。これら 2 制度は、代行返上の進む厚生年金基金や、2012 年 3 月末で制度が廃止された適格退職年金の受け皿として期待された。2016 年 3 月末での運用資産総額は DB が 57.9 兆円、DC（企業型）が 9.5 兆円となっている<sup>7</sup>。

1995 年以降で企業年金の金融資産残高を確認する（図表 9）。90 年代後半は、株式等や対外証券投資などのリスク資産が選好された様子がうかがえるが、2000 年代に入ると、対外証券投資は増加傾向が続くものの、株式等については減少傾向が続いている。これは、2000 年代前半の IT バブル崩壊や 2008 年のリーマン・ショックなど、相場変動による資産価格の下落も一因といえよう。また、確定給付型の制度は、年金債務に対して年金資産の積立不足が発生した場合に、その不足を補てんしなくてはならない。このことが、企業経営上の大きなリスクとされている。近年、企業年金は、こうしたリスクを小さくするような投資行動を取る傾向が強まっている。結果、相場変動が大きい株式等への投資割合が低下しているものと推察される。一方、その他に含まれるプライベート・エクイティやインフラといったオルタナティブ資産への投資が拡大しており、残高が伸びている。

また、企業経営に与えるリスクが大きいことが背景となり、近年は DB から DC へシフトする企業が増えている。DC については、2016 年 5 月の改正法成立により、個人型 DC<sup>8</sup>（愛称「iDeCo :

<sup>4</sup> 年金積立金管理運用独立行政法人。Government Pension Investment Fund の略。

<sup>5</sup> 国家公務員共済組合連合会（7.8 兆円）、地方公務員共済組合（40.9 兆円）、日本私立学校振興・共済事業団（4.2 兆円）。

<sup>6</sup> DC は Defined Contribution の略。DB は Defined Benefit の略。

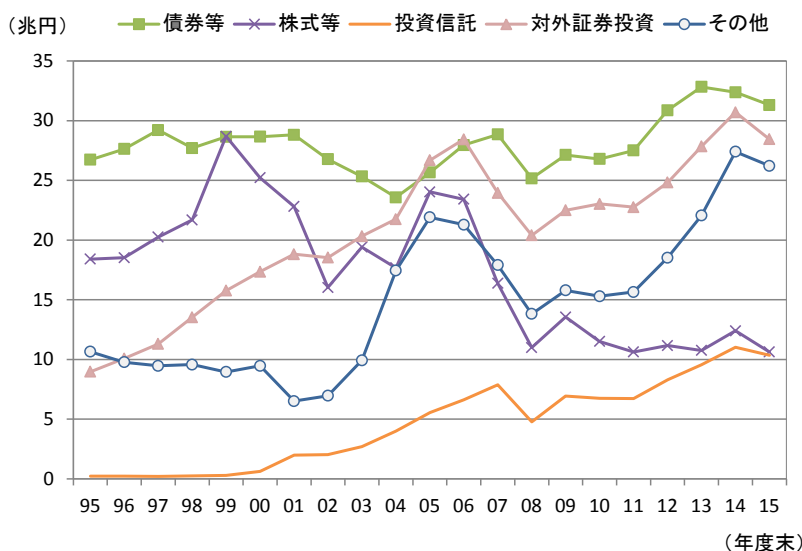
<sup>7</sup> 出所は、運営管理機関連絡協議会、信託協会、生命保険協会「確定拠出年金（企業型）の統計概況」。

<sup>8</sup> iDeCo についての解説は、大和総研「なるほど金融 これならわかる iDeCo（イデコ）」を参照。

<http://www.dir.co.jp/research/report/finance/ideco/>

イデコ)の加入対象者が大幅に拡大し、2017年1月からほぼ全国民が加入できるようになっている。iDeCoは誰もが利用できる私的年金の一つとして普及が期待されており、同時に、家計の金融資産が投資信託を経由して国内金融資本市場へ流れ込むという効果も期待されている。2000年以降の投資信託の残高は増加しており、今後さらなる拡大も期待できるだろう。

図表9 企業年金の金融資産残高



(注) 債券等は資金循環統計の用語では「債務証券」、投資信託は「投資信託受益証券」。その他については「年金基金の対年金責任者債権」を除く。

(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）

### 株価上昇と円安により金融資産残高は増加、資本市場での資金調達は控える

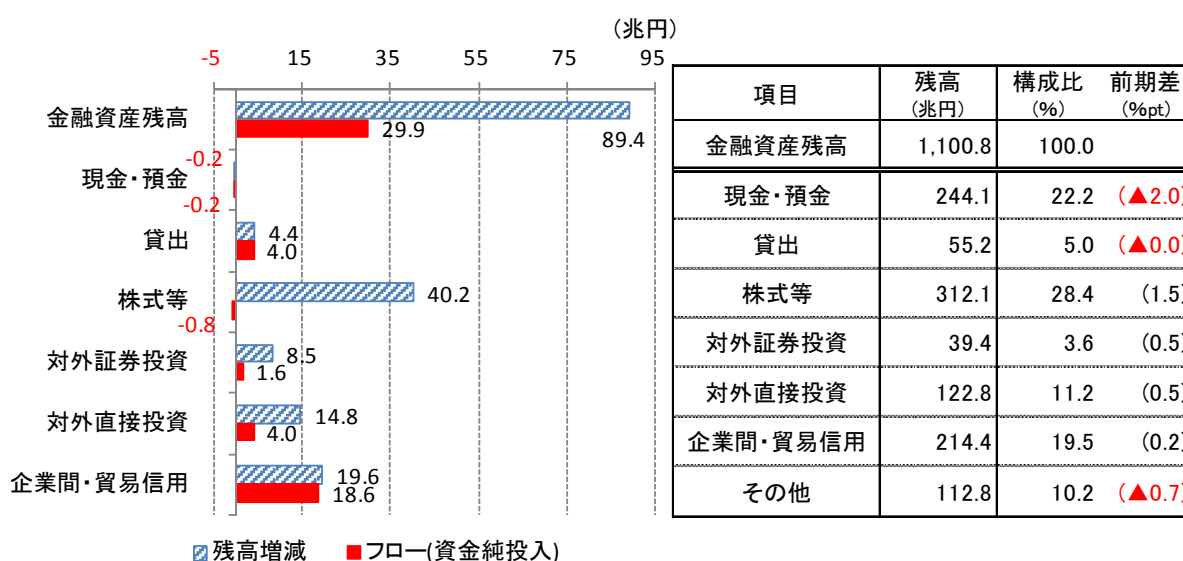
民間非金融法人企業の金融資産残高は1,100.8兆円（前期比+89.4兆円）と大きく増加した（図表10）。株式等（同+40.2兆円）の増加が主因だが、企業間・貿易信用（同+19.6兆円）、対外直接投資（同+14.8兆円）、対外証券投資（同+8.5兆円）なども増加している。一方、現金・預金の残高は244.1兆円と引き続き高水準（1997年12月末以降で2番目）ではあるが、前期に比べ若干減少（▲0.2兆円）した。

株式等はフローでは▲0.8兆円であるが、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+4.0兆円<sup>9</sup>、対外証券投資は+1.6兆円であり、株価等の上昇に加え、円安が進んだことにより残高増加が膨らんだ形となっている。企業間・貿易信用はフローで+18.6兆円であり、年末に増加するという季節要因によるプラスと考えられる。

<sup>9</sup> 対外直接投資のフローが増加傾向を続けており、4四半期移動平均で見ると現行統計で最高水準となる。なお、財務省「対外・対内直接投資」からは、米国向けの投資が増えている様子がうかがわれる。

金融負債（資金調達）を見ると、フローで借入が+8.7兆円（うち民間金融機関からの借入+3.3兆円）であるが、株式等は▲0.3兆円、事業債は▲0.3兆円となった。資金運用と資金調達の差（資金過不足）は+4.4兆円の資金余剰となっている。マイナス金利政策の効果が一段落（長期金利は前回9月末のマイナスから12月末にはプラスに転換）している状況下で、企業の資金は余剰状態にあり、資本市場での資金調達を控えた形となっている。

図表 10 民間非金融法人企業の金融資産の状況（2016年10-12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

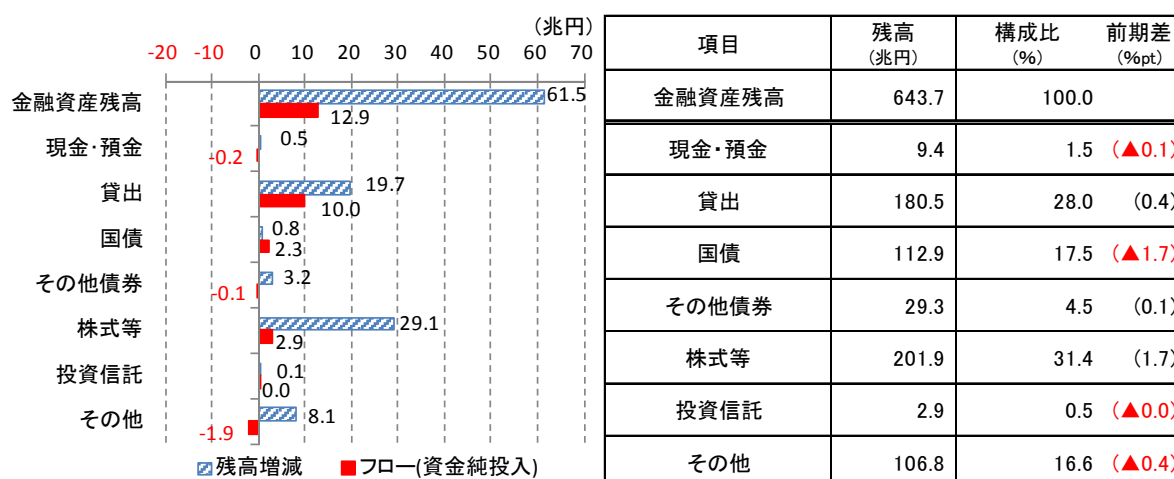
## (7) 海外

### 国債・財投債は6四半期ぶりの資金流出

海外部門の金融資産残高は、643.7兆円（前期比+61.5兆円）で3四半期連続の増加となった（図表11）。主な要因は貸出（同+19.7兆円）や、株式等（同+29.1兆円）が増加したことである。ただし、株式等のフローは+2.9兆円のプラスにとどまり、残高増加分の大半は株価の上昇によるものと考えられる。

国債は残高が112.9兆円（前期比+0.8兆円）、フローが+2.3兆円とともにプラスとなった。国債のフローにおけるプラスの内訳は、国庫短期証券が+2.9兆円、国債・財投債が▲0.7兆円となっている。

図表 11 海外部門の金融資産の状況（2016年10-12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

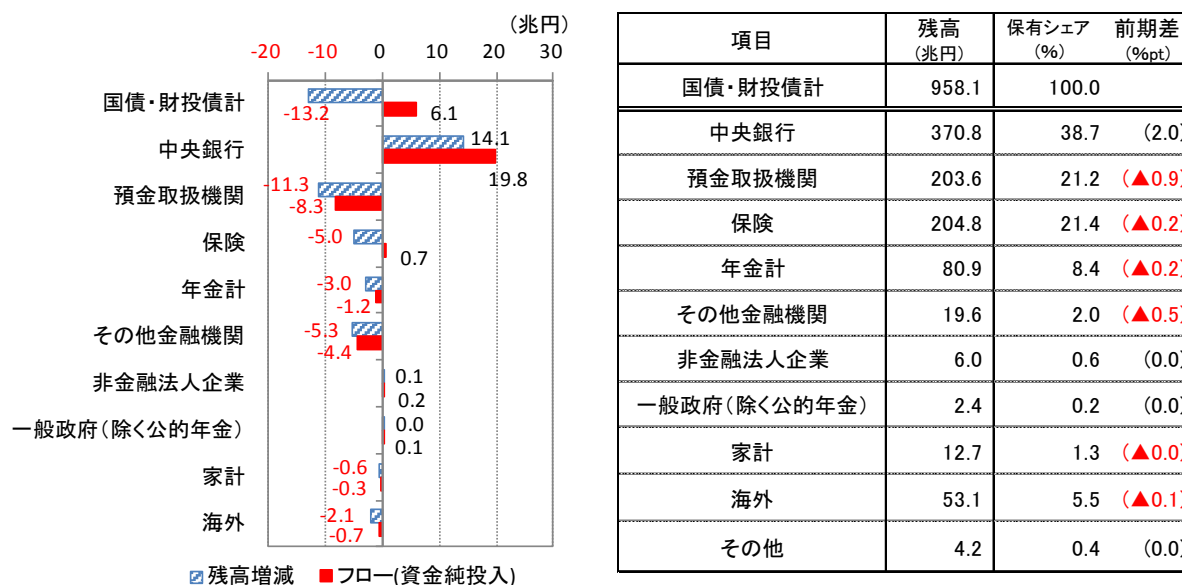
#### 中央銀行以外は大半が残高減少、預金取扱機関の保有シェアは保険を下回る

国債・財投債の残高は時価ベースで 958.1 兆円（前期比▲13.2 兆円）で、2 四半期連続で減少した（図表 12）。フローでは+6.1 兆円と 2009 年 7-9 月期以降 30 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+14.1 兆円）が引き続き残高を大きく増やしている以外は、大半の主体が残高を減少させている。預金取扱機関（同▲11.3 兆円）、その他金融機関（同▲5.3 兆円）、保険（同▲5.0 兆円）、年金計（同▲3.0 兆円）などの残高減少が大きい。フローでは中央銀行は引き続き+19.8 兆円と大きなプラスだが、預金取扱機関は▲8.3 兆円、その他金融機関▲4.4 兆円、年金計▲1.2 兆円などが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 28 四半期連続で増加している。またフローでは、2013 年 4-6 月期以降 15 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 12 月末では 38.7% 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 12 月末の 21.2% へと保有シェアを大幅に低下させており、2016 年 12 月末に 21.4% である保険を下回った。

図表 12 国債・財投債の主体別保有状況（2016年10-12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

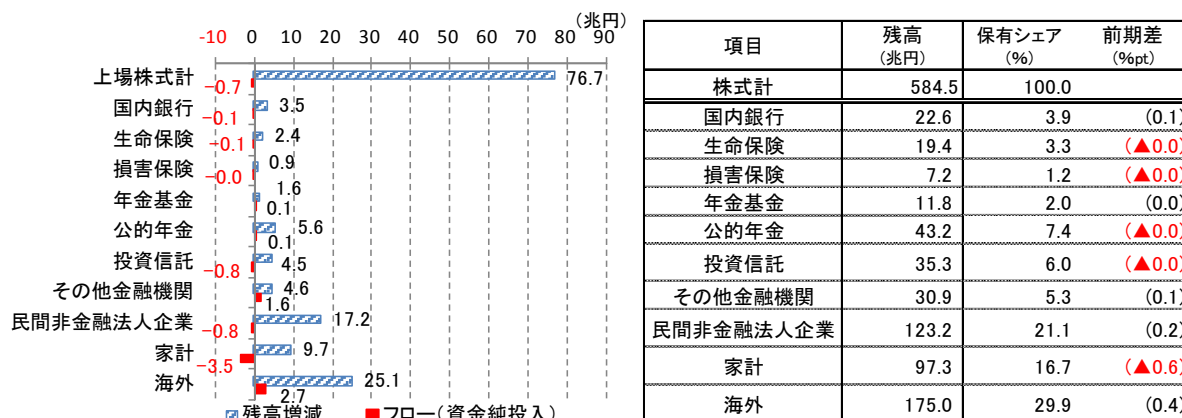
### 海外投資家による株式保有が急増

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+76.7兆円の584.5兆円となった（図表13）。各主体の増加額を見ると、海外（同+25.1兆円）、民間非金融法人企業（同+17.2兆円）、家計（同+9.7兆円）等、全主体において残高が増加している。

フローを見ると、全体では▲0.7兆円となっており、残高の増加は主に株価の上昇に起因している。主体別では、家計（▲3.5兆円）、投資信託（▲0.8兆円）、民間非金融法人企業（▲0.8兆円）等が売り手になった一方、海外（+2.7兆円）、その他金融機関（+1.6兆円）等が買い手となった。特に、前四半期における海外のフロー（▲1.3兆円）と比較すると、海外投資家が買い越しに転じたことが特徴的である。なお、その他金融機関の内訳を見ると、証券会社（+2.2兆円）等がプラスに寄与している。

2017年1-3月期においては、海外投資家、個人投資家共に売り越しとなる可能性がある。株式市場の投資部門別売買状況（二市場一・二部等（東証と名証）[出所：東京証券取引所]）によれば、2017年1月から3月第2週までの間、海外投資家が▲0.4兆円、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▲0.2兆円の売り越しとなっている。

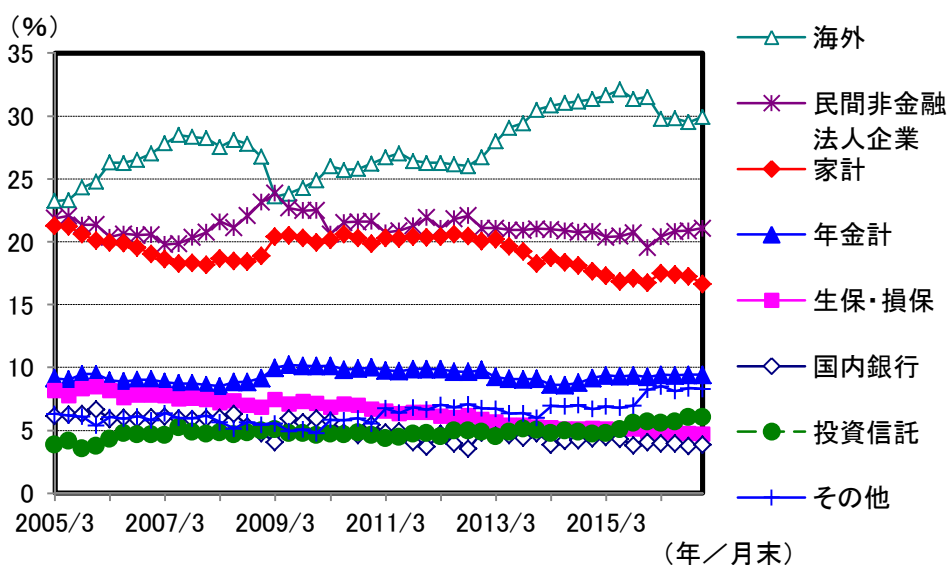
図表 13 株式（上場）の主体別保有状況（2016年10-12月期）（左図：フロー等、右図：残高）



(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 14 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

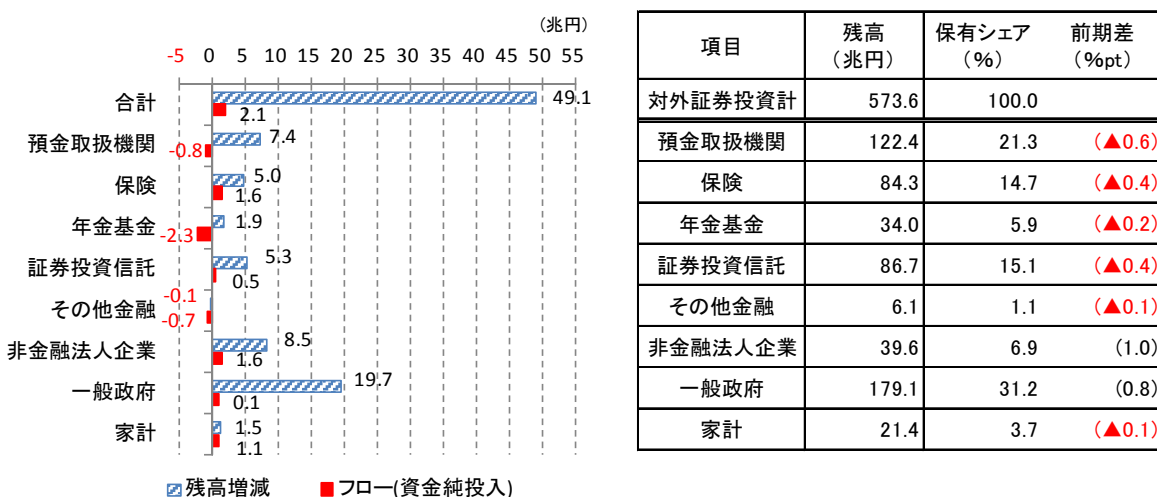
#### 対北米中長期債投資は2年ぶりの売り越し

対外証券投資残高は573.6兆円（前期比+49.1兆円）となった（図表15）。フローで見ると合計+2.1兆円の取得超にとどまっておらず、円安の進行等が残高増加に大きく寄与したと考えられる。主体別に見ると一般政府の残高が最も大きく増加しており（前期比+19.7兆円）、次いで非金融法人企業（同+8.5兆円）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>10</sup>。2016年10-12月期においては、預金取扱機関は株式・投資ファンド持分を0.5兆円増やした一方で、中長期債を1.6兆円減らした。生命保険は株式・投資ファンド持分を0.4兆円、中長期債を1.3兆円増やしている。国際収支統計からは年金の動向を直接知ることはできないが、信託銀行の信託勘定（年金等から受託した資産の取引）では、株式・投資ファンド持分への投資が0.4兆円減少し、中長期債への投資が0.4兆円増えている<sup>11</sup>。

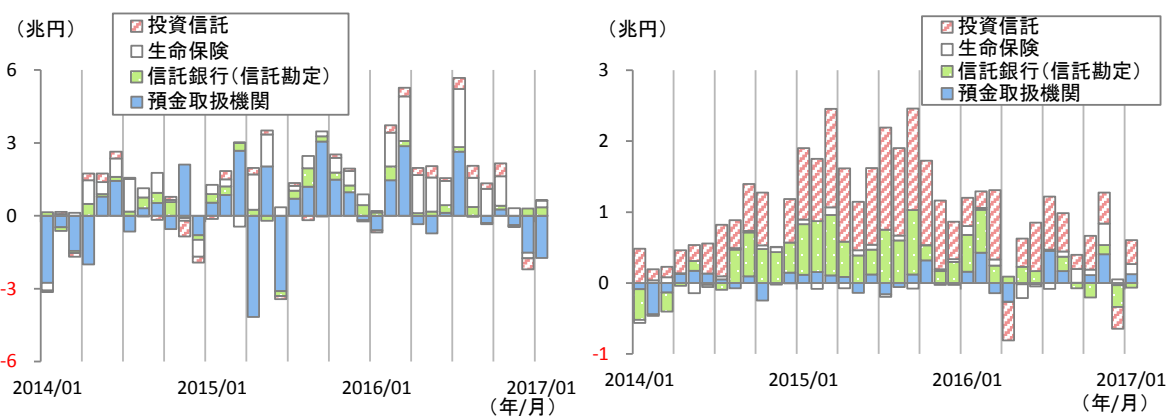
また、地域別に中長期債への投資状況を見ると、北米（▲1.2兆円）が8四半期ぶりに処分超となった一方で、欧州（+0.8兆円）は6四半期連続の取得超となっている。金利上昇による損失の発生と金利上昇局面の継続への懸念が米國中長期債への投資を減速させた可能性がある。

図表 15 対外証券投資の主体別保有状況（2016年10-12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

図表 16 対外証券投資の主体別月次フロー（左図：中長期債、右図：株式・投資ファンド持分）



（出所）財務省「国際収支統計」より大和総研作成

<sup>10</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>11</sup> いずれもネットの数値。



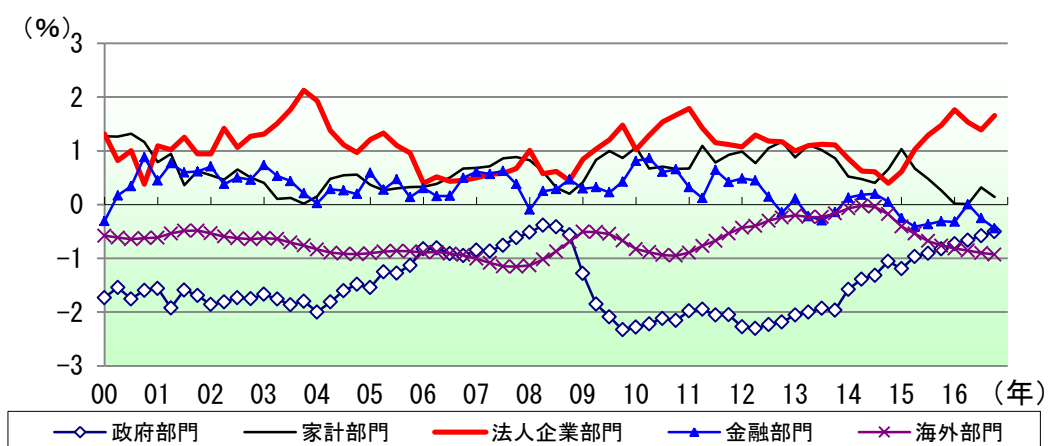
### 3. 部門別資金過不足

#### 政府部門の資金不足幅が縮小した分、海外部門の不足幅が拡大

10-12月期の各主体の資金過不足（4四半期移動平均）は、資産の増加ペースの拡大と負債の減少ペースの拡大によって、民間非金融法人企業の資金余剰幅が拡大した。家計も資金余剰であるが、余剰幅は縮小した。資産の積み増しペースが鈍化し、負債の増加ペースがわずかに加速したためである。資金不足主体のうち、一般政府の資金不足幅は縮小傾向で、財政赤字が改善していることになるが、社会保障基金が資金余剰トレンドを続けていることが大きい。

国内民間部門の資金過不足を合計すると横ばいに近いわずかな余剰幅縮小となり、政府部門の資金不足幅が縮小した分、海外部門の不足幅が拡大（≒経常収支の黒字が拡大）した。

図表 17 部門別資金過不足（対名目 GDP 比、4 四半期移動平均）



（出所）日本銀行、内閣府より大和総研作成

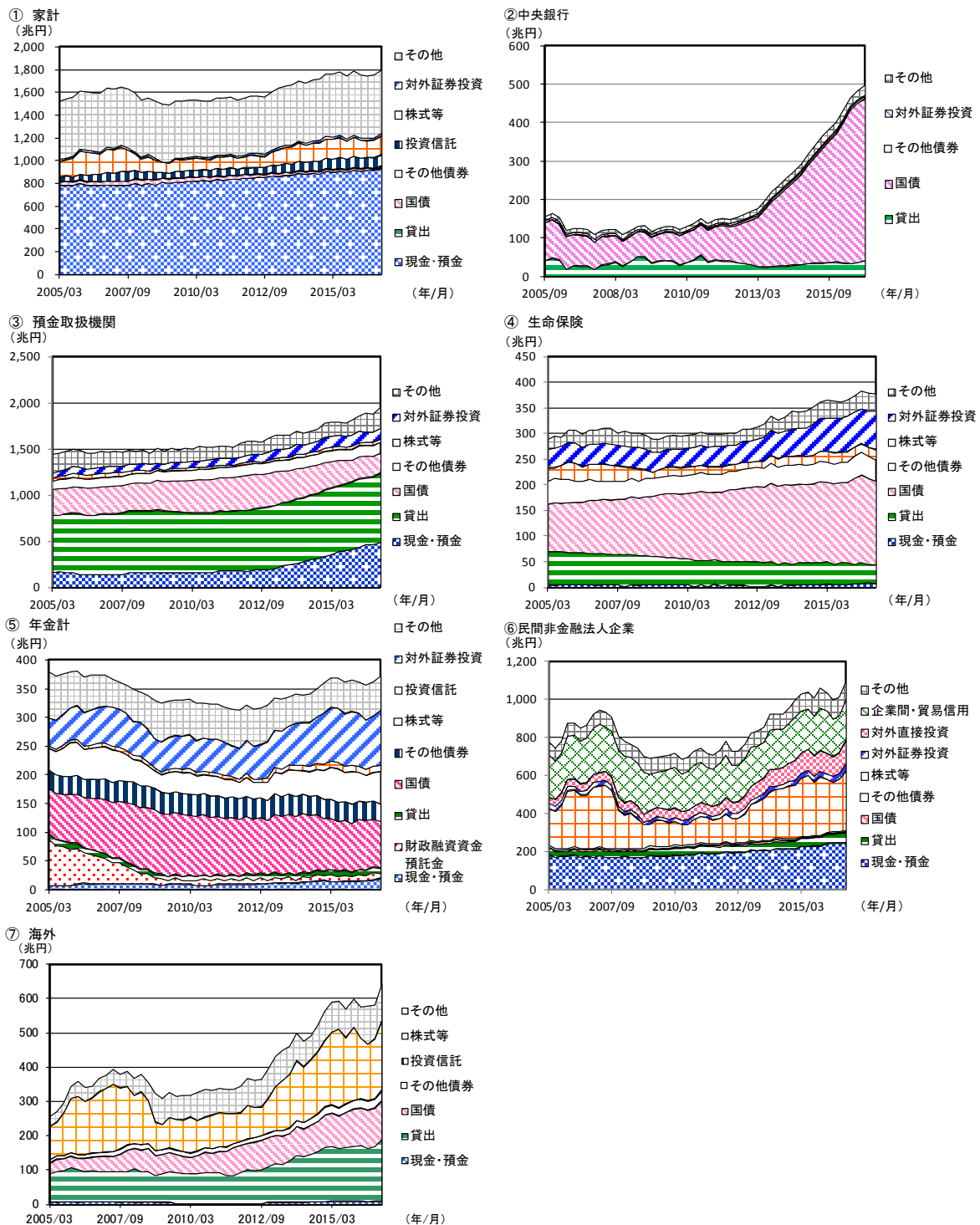
### おわりに

2016年10-12月期は、11月からのいわゆるトランプ相場で円安と株高が生じたことから、一般に保有資産の時価上昇に伴って金融資産残高が押し上げられた。

資金のフロー面では、家計の流動性預金が増したように、一部は待機資金化したとみられるが、生命保険の対外証券投資が増え続けるなど、マイナス金利政策のもとで海外に資金が向かっている。借入が増えた民間非金融法人企業では、対外直接投資のフローが増えるなど、前向きな姿勢がうかがわれる。銀行等の対外証券投資は、海外の金利上昇に伴う損失確定で売り越しとなったとみられるが、海外向け貸出は大きく伸びた。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る状況が続いた結果、中央銀行の国債保有シェアがさらに上昇して4割に近づいている。

2017年1-3月期は、2016年12月末対比で株価は横ばい圏、対ドルレートは円高気味で推移しており、保有資産のさらなる時価上昇は期待しにくい。

<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