

2018年3月29日 全20頁

# 資金循環統計（2017年10-12月期）

各主体で金融資産が増加するも、リスク資産への資金流入は見られず

調査本部<sup>1</sup>

## [要約]

- 日本銀行（以下、日銀）から2017年10-12月期の資金循環統計（速報）が公表された。2017年10-12月期の金融市場では、株価の上昇を背景に株式や対外証券投資等において資産価格が上昇し、各主体の金融資産残高の増加に寄与した。
- 家計の金融資産残高は1,880兆円と過去最高となった。家計においては、投資信託や対外証券投資に資金流入するも、株式等では売却超となった。
- 預金取扱機関（銀行など）において、日銀当座預金が2012年1-3月期以来の減少に転じたものの、現預金全体では積み上がる状況が続いている。
- 対外証券投資残高は、資産価格の上昇を主因に、602.8兆円に増加した。国際収支統計から地域別の状況を見ると、金利上昇局面の継続が懸念された対北米向けで中長期債が▲3.7兆円と大幅な処分超となった。

<sup>1</sup> 執筆者は、金融調査部より、土屋貴裕、中里幸聖、太田珠美、佐川あぐり、飯嶋カンナ。調査本部より藤野大輝。

## 目次

1. 主体別動向.....	3
(1) 家計.....	3
BOX 1 米国家計金融資産のキャピタルゲイン.....	4
(2) 中央銀行（日銀）.....	5
(3) 預金取扱機関（銀行など）.....	6
BOX 2 アパートローンの利用世代.....	7
(4) 生命保険.....	8
(5) 年金.....	9
①公的年金.....	9
②企業年金.....	10
(6) 民間非金融法人企業（事業法人）.....	12
(7) 海外.....	13
2. 金融資産別の動向.....	13
(1) 国債・財投債.....	13
BOX 3 日本企業によるパンダ債の発行が解禁.....	14
(2) 株式.....	15
(3) 対外証券投資.....	17
3. 部門別資金過不足.....	18
おわりに.....	19

## 1. 主体別動向

### (1) 家計

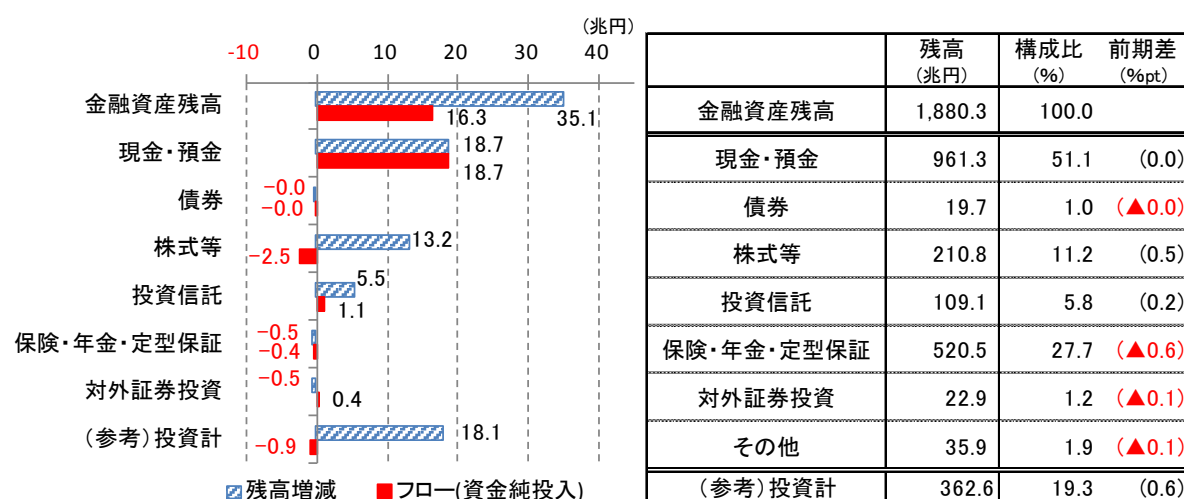
#### 株式等、投資信託の価格上昇が総資産残高を押し上げ

家計の金融資産残高は、1,880.3兆円（前期比+35.1兆円）と3四半期連続で過去最高値を更新した（図表1）。残高が増加した主な項目は、現金・預金（同+18.7兆円）、株式等（同+13.2兆円）、投資信託（同+5.5兆円）である。冬季の賞与シーズンであり、1年前の2016年10-12月期同様に、現金（同+4.6兆円）と流動性預金（+15.4兆円）が大幅に増加した。

株式等への投資フローは、売却超（▲2.5兆円）となったが、価格変化等が含まれる調整勘定が+15.6兆円と大幅なプラスになったことで残高は増加した。一方で、投資信託には資金が流入し（+1.1兆円）、大和ファンド・コンサルティングによると、2017年10-12月期は国際株式型、国際債券型、株式債券型で資金の純流入となった一方、国際リート型等では資金が純流出となった。対外証券投資（+0.4兆円）は取得超ながら残高は減少し、保険・年金・定型保証（▲0.4兆円）は売却超となった。

債券保有額は、国債・財投債の残高が12.4兆円（前期比+0.2兆円）と増加した。財務省によると個人向け国債発行は0.9兆円と前期と同水準で、買入償却額と満期償還額が減少してきたため、残高の増加につながった。一方、事業債は個人向け社債の発行が低調だったため、残高は3四半期連続で減少した。

図表1 家計の金融資産の状況（2017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・財投債、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

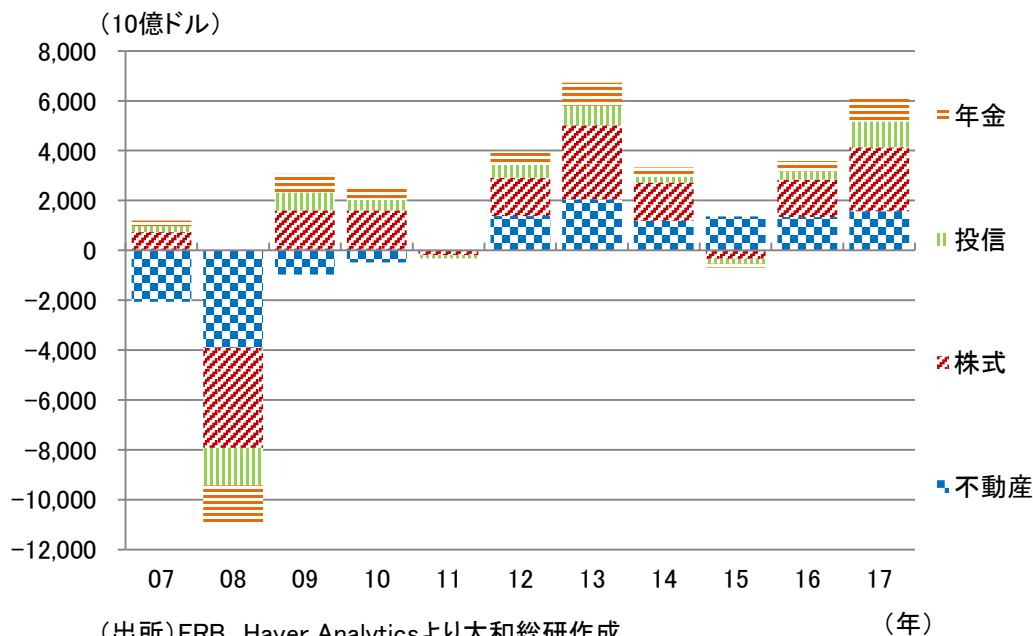
## BOX 1 米国家計金融資産のキャピタルゲイン

米国の資金循環統計によると、米国の家計総資産は、2017年に7.8兆ドル増加し、2017年末には114.4兆ドル（約1京2,800兆円、1ドル=112.10円で換算）となった。このうち、金融資産は5.8兆ドル増の80.4兆ドル（約9,000兆円）、不動産等の実物資産が2.0兆ドル増の34.0兆ドル（約3,800兆円）となり、負債は0.6兆ドル増の15.7兆ドル（約1,800兆円）、純資産は7.2兆ドル増の98.7兆ドル（約1京1,100兆円）であった。

負債は緩やかに増加しているが、負債の可処分所得比は1990年代のトレンド延長線を下回り、最大の負債項目である住宅ローンの可処分所得比も過去のトレンドライン上にある。マクロ的にみると、世界的な金融危機に至った住宅ローンバブルが再来しているわけではない。ただし、学生ローンや自動車ローンの残高が積み上がっていることは懸念材料だ。個別の家計の事情は異なるだろう。

純資産の増加を、キャピタルゲイン/ロスと投資フローに分解すると、純資産の増分である7.2兆ドルのうち、6.7兆ドルはキャピタルゲインによるものであった。このうち、1.6兆ドルが不動産であり、株式と投信が合わせて3.6兆ドル、さらに年金を加えると4.6兆ドル（約516兆円）のキャピタルゲインを得ている。2017年の米国の家計は、純資産増加の6割超を直接、間接の証券投資で得たことになる。

米国家計の主なキャピタルゲイン/ロスの内訳



## (2) 中央銀行（日銀）

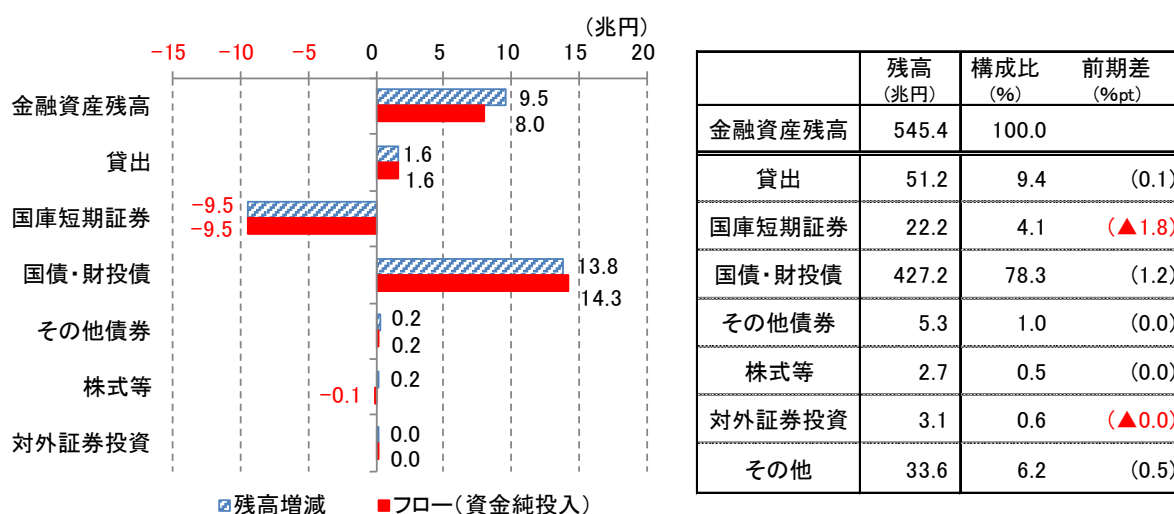
### 国庫短期証券を中心に、買入れペースの増勢は鈍化傾向

中央銀行の金融資産残高は、国庫短期証券（前期比▲9.5兆円）が減少したものの、国債・財投債（同+13.8兆円）の増加を主因に、全体で同+9.5兆円増加し、545.4兆円となった（図表2）。

また、金融資産残高の8割超を占める国債（国債・財投債と国庫短期証券の合計値）は、フローが+4.8兆円と2012年1-3月期以来の低さとなり、買入れペースが落ちている。国庫短期証券のフローが▲9.5兆円と、2008SNAベースの公表データで、最大の流出超となっていることが影響した。背景には、過度に低下した金利の是正等を目的に、2017年11月30日に日銀が国庫短期証券の買入れの運営について、目途とする残高を「20兆円台前半」から「10兆円台後半から20兆円台前半」に下方修正していることがあると考えられる。

なお、2018年3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425.1兆円、国庫短期証券20.9兆円、貸付金46.3兆円、信託財産指数連動型上場投資信託（ETF）18.5兆円、信託財産不動産投資信託（J-REIT）0.5兆円、総資産526.2兆円となっている。

図表2 中央銀行の金融資産の状況（2017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も全て同じ）。

（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（銀行など）

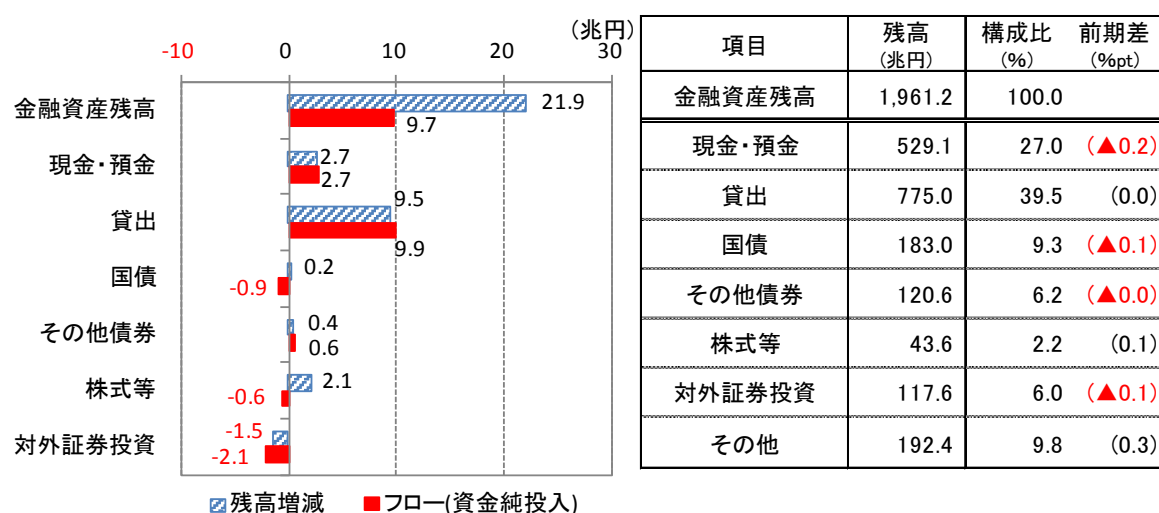
日銀当座預金は2012年1-3月期以来の減少となり、貸出は増加

預金取扱機関の金融資産残高は、前期比+21.9兆円の1,961.2兆円となった（図表3）。資産残高の増加には、貸出（同+9.5兆円）、預金・現金（同+2.7兆円）、株式等（同+2.1兆円）が主に寄与した。一方、対外証券投資（同▲1.5兆円）は残高減少となっている。

国債（183.0兆円。国債・財投債（166.3兆円）および国庫短期証券（16.7兆円）の合計）については、日銀の買入れオペにより、フローで▲0.9兆円の売り越しとなった。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。また、日銀当座預金は、2012年1-3月期以来の減少に転じたものの（前期比▲2.0兆円）、現金・預金残高は21四半期連続で増加している。

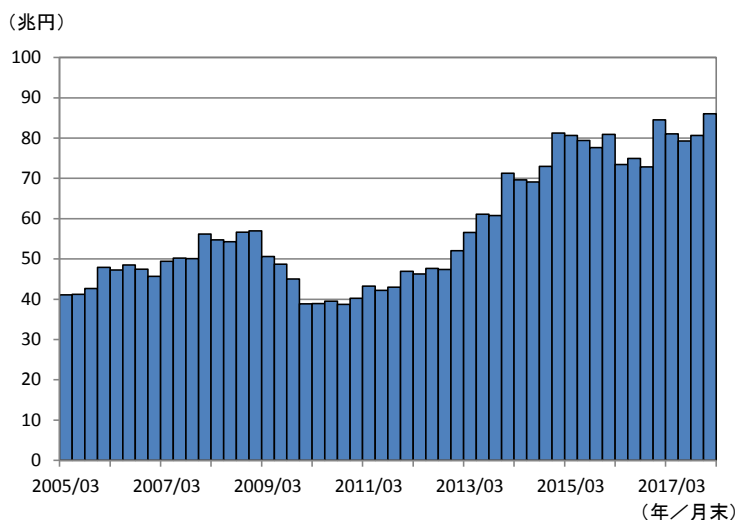
貸出は、前期比+9.5兆円と2四半期連続で増加した。貸出のフローは+9.9兆円で、そのうち、民間金融機関貸出は+9.6兆円の流入超（貸出増）となっている。また、海外向け貸出については、海外部門の負債を見ると、民間金融機関からの借入残高（86.0兆円）は、2四半期連続で増加（同+5.4兆円）しており（図表4）、フローでも+5.4兆円の流入超（借入増加）となった。

図表3 預金取扱機関の金融資産の状況（2017年10-12月）（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 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

## BOX 2 アパートローンの利用世代

法人向け融資の利ざや縮小に直面した金融機関は、個人向けのカードローン、アパートローンに注力し、残高は急速に伸びた。これを懸念した金融庁は「平成 28 事務年度 金融レポート」において、近年の銀行カードローン等残高の増加について、「過剰な貸付けが行われているとの批判がある」と指摘している。また、同レポートでは、アパートローン残高についてその背景やリスク要因が分析されている。

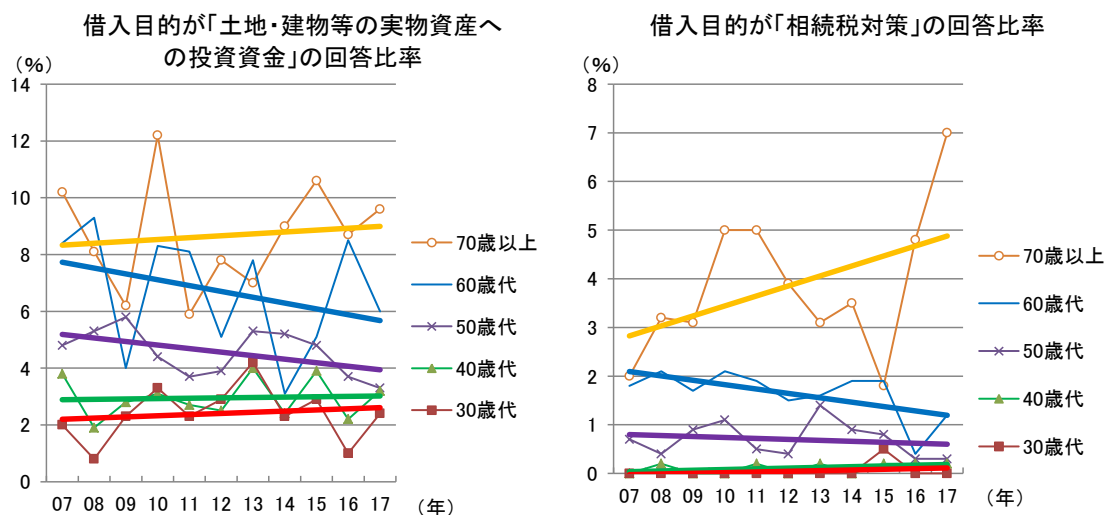
2017 年 12 月末時点において、カードローンの残高は 6 兆円弱であったが、前年同期比の伸びは趨勢的に低下している。一方で、アパートローンでは、新規実行額の伸びは低下しているものの、残高は 23 兆円弱で高止まりしている。どのような属性の借り手が多いのだろうか。

金融広報中央委員会が毎年行っている「家計の金融行動に関する世論調査」（二人以上世帯調査）では借入目的に関する設問がある。アンケート調査でありサンプルバイアスが否定できないため、トレンドを中心に確認し、サンプル数の少ない世帯主が 20 歳代は除いた。

このうち、借入目的が「土地・建物等の実物資産への投資資金」の回答比率は、70 歳以上が最も高く、年齢が下がるにつれて回答比率も低下する。また、借入目的が「相続税対策」の回答比率はそもそも低い（例えば、2017 年の 70 歳以上の回答でも 7.0%）、こちらも 70 歳以上の回答比率が最も高く、年齢が下がるにつれて低下する。また、傾向線では 70 歳以上の回答比率がいずれも上昇傾向である一方で、それ以外の世代は低下傾向にある。すなわち、アパートローンの利用は 70 歳以上が中心である可能性が示されている。

ただし、2017 年の 70 歳以上の年収は平均値で 364 万円、中央値で 300 万円と、世代別では 20 歳代を含めても最も少ない。また、中央値は横ばいだが、平均値は緩やかに低下傾向にある。

アパートローンを利用して、入居率が低迷し賃貸収入が得られない場合、年収の少なさからローンの返済や日常生活資金に窮する恐れがあると考えられよう。



(注) 太線は傾向線。

(出所) 金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」[二人以上世帯調査] (各年版) より大和総研作成

#### (4) 生命保険

##### 金融資産残高は株式等と対外証券投資の価格上昇により増加、主要資産の売買は横ばい

生命保険の金融資産残高は、前期比+2.3兆円の380.8兆円となった(図表5)。株式等(同+1.9兆円)、対外証券投資(同+1.4兆円)、国債(同+0.4兆円)、その他債券(同+0.1兆円)が増加し、現金・預金、貸出はほぼ横ばいであった。フローの動きを合わせ考えると、リスク性資産の価格上昇が金融資産残高増加のほとんどを説明している。

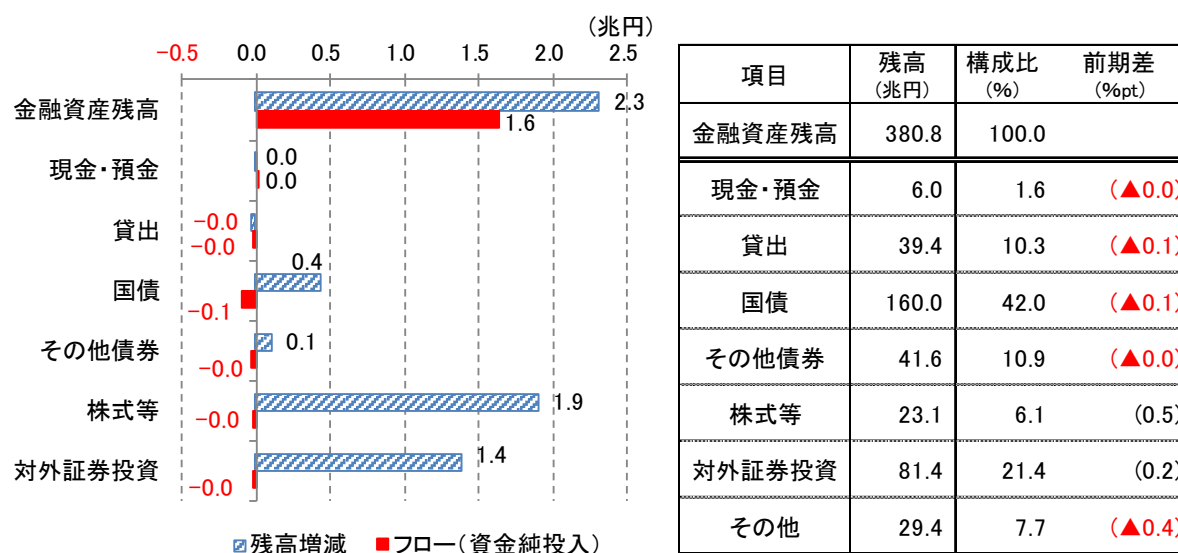
フローで見ると、前期まで11四半期連続で買い越しとなっていた対外証券投資が若干の売り越しに転じ、その他の資産も若干の売り越し(現金・預金はほぼ横ばい)となった。生命保険の金融資産全体でのフローは+1.6兆円であり、本レポートで「その他」に分類している内訳項目である「その他対外債権債務」の+2.0兆円がフロー増加の主因である。

日本銀行「資金循環統計の解説」によると、居住者が保有する外国通貨は、「概念上その他対外債権債務(国内部門の資産・海外部門の負債)として計上」されるとある。その他、海外発行CPも「その他対外債権債務」に含まれる。ただし、外貨預金や対外証券投資はそれぞれの資産項目に計上される。一方、「その他対外債権債務」のフローの絶対値は、2017年1-3月期から7-9月期に比べるとやや大きいですが、2016年度等と比較すると取り立てて大きいわけではない。2017年10-12月期を通した他の資産の売買が結果として横ばい圏となったため、「その他対外債



権債務」が目立った形となっている。2017年度の資産運用について、大手生保各社は国内の超低金利を踏まえて、内外の収益性資産への投融資を強化していくとしており、2017年10-12月期の「その他対外債権債務」のフロー増加が目立つのは、そうした投融資強化過程の幕あいの的なものと思われる。

図表5 生命保険の金融資産の状況（2017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

## (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

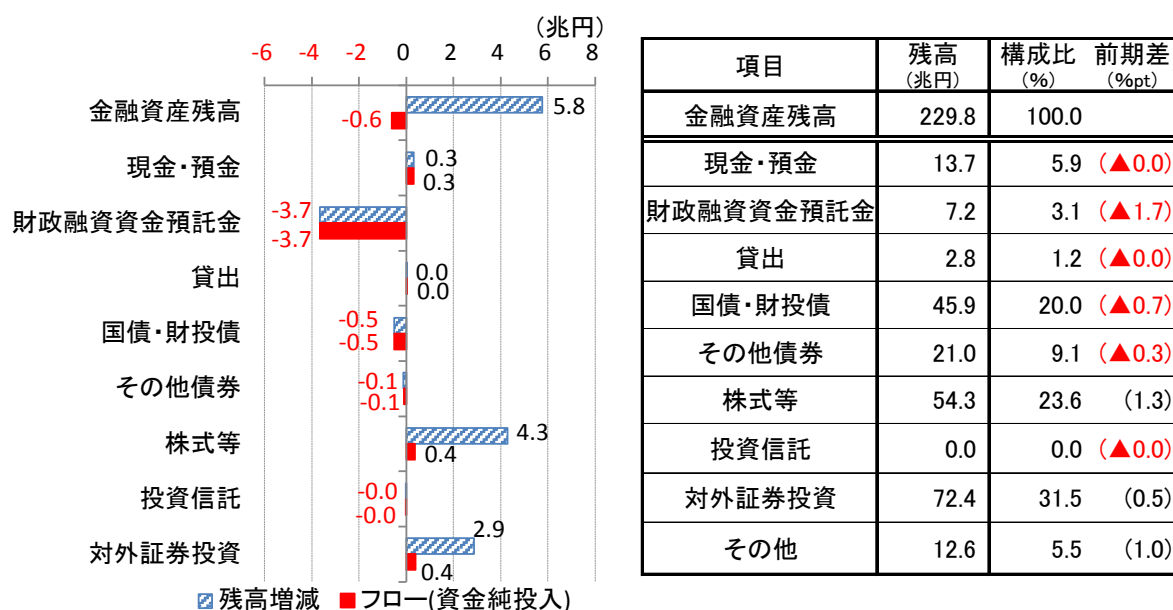
#### 対外証券投資への資金流入は継続、株価上昇等によりリスク資産の残高増加

公的年金の金融資産残高は、前期比+5.8兆円の229.8兆円となった（図表6）。残高増減の内訳を見ると、株式等（同+4.3兆円）、対外証券投資（同+2.9兆円）等が増加する一方、財政融資資金預託金（同▲3.7兆円）、国債・財投債（同▲0.5兆円）等が減少した。フローでは、株式等（+0.4兆円）、対外証券投資（+0.4兆円）、現金・預金（+0.3兆円）等がプラスとなったものの、財政融資資金預託金（▲3.7兆円）、国債・財投債（▲0.5兆円）等がマイナスとなり、全体で▲0.6兆円のマイナスとなった。金融資産残高の増加は、株価上昇等の影響が大きかったと言える。

国債・財投債のフローは、2013年7-9月期以降18四半期連続でマイナスとなっている。一方で、対外証券投資のフローは、2014年4-6月期以降15四半期連続でプラスが続いている。年金

積立金を運用する GPIF (Government Pension Investment Fund: 年金積立金管理運用独立行政法人) の運用資産別の構成割合 (2017 年 12 月末) は、前期までと比べて、国内債券の比率が最も低く、それ以外の各資産 (国内株式、外国債券、外国株式) については最も高くなっている。国内債券を売却しそれ以外の各資産を買い増す動きが今後も続くかどうかは、引き続き、株価等の資産価格の動向を見ながらの動きとなるのではないだろうか。

図表 6 公的年金の金融資産の状況 (2017 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

### 企業年金の残高は減少、一方で確定給付型年金の積立不足は改善の方向へ

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。

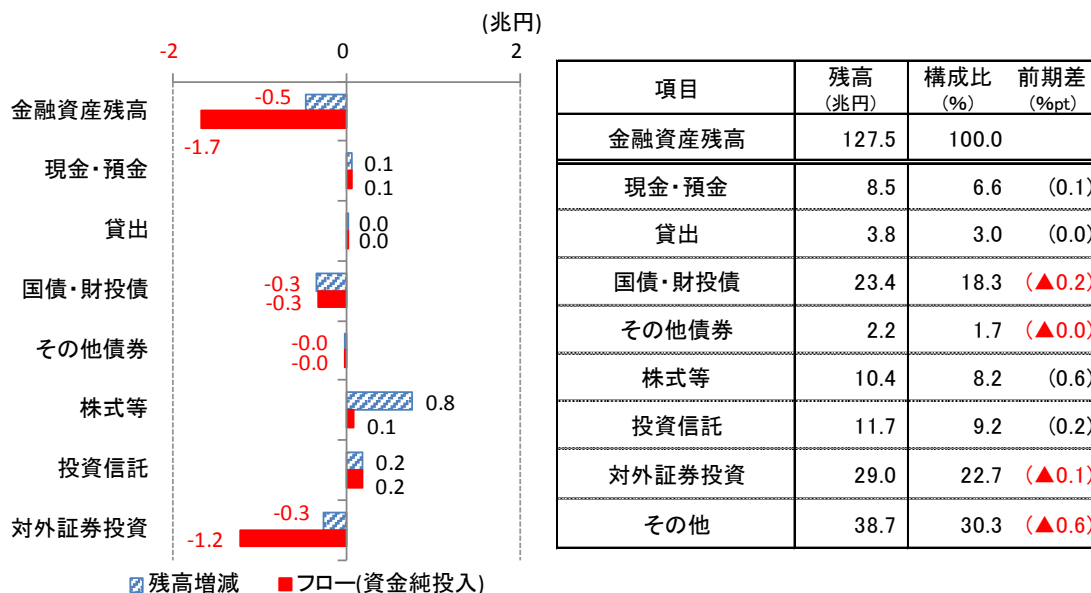
企業年金の金融資産残高は、127.5 兆円 (前期比▲0.5 兆円) であった (図表 7)。内訳を見ると、株式等 (同+0.8 兆円)、投資信託 (同+0.2 兆円) 等が増加したが、対外証券投資 (同▲0.3 兆円)、国債・財投債 (同▲0.3 兆円) 等が減少している。フローでは、投資信託 (+0.2 兆円)、現金・預金 (+0.1 兆円) がプラスとなったが、対外証券投資 (▲1.2 兆円)、国債・財投債 (▲0.3 兆円) 等がマイナスとなり、全体で▲1.7 兆円のマイナスとなった。

企業年金の資産残高は、2015 年 6 月末に前期比▲1.0 兆円と減少に転じて以降、11 四半期連続で減少が続いている。これは、確定給付型年金である厚生年金基金の解散 (または代行返上) による影響が大きいとみられる。

その他の項目に含まれる、年金基金の対年金責任者債権 (いわゆる確定給付型年金の積立不

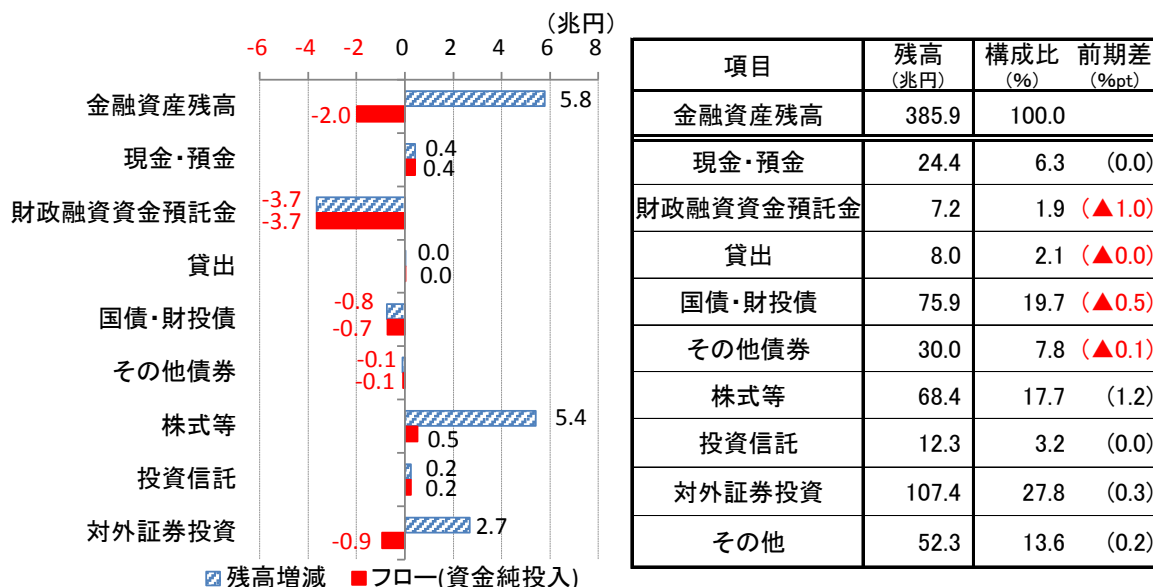
足)の規模は、24.5兆円(同▲1.6兆円)となった。積立不足の規模の推移を見ると、増減はあるものの、ここ数年では2016年4-6月期をピークに縮小傾向と言え、企業のバランスシートは引き続き改善しているようだ。

図表7 企業年金の金融資産の状況(2017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(2017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

## (6) 民間非金融法人企業（事業法人）

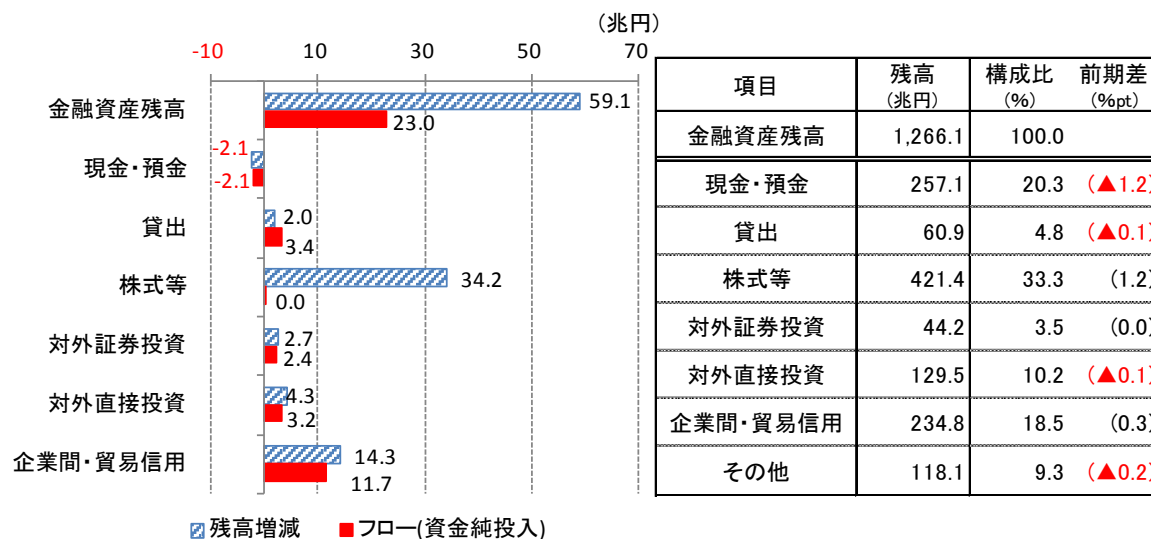
### 株価持ち直しと企業間・貿易信用増加により金融資産残高が増加

民間非金融法人企業の金融資産残高は 1,266.1 兆円（前期比+59.1 兆円）と増加した（図表 9）。残高の増加には、株式等（同+34.2 兆円）、企業間・貿易信用（同+14.3 兆円）、対外直接投資（同+4.3 兆円）等が寄与した。企業間・貿易信用は 10-12 月期に増加する季節要因によるものと思われる（近年では、リーマン・ショックを契機とした世界金融危機時である 2008 年 10-12 月期がマイナス、それ以降は毎年プラス）。一方で、現金・預金（同▲2.1 兆円）が減少しているが、残高は 257.1 兆円と高水準の現金・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+0.03 兆円であるが、前期末比で株式相場が上昇したため残高は大幅に増加した。フローで見た対外直接投資は+3.2 兆円、対外証券投資は+2.4 兆円であり、円安も加わり残高が増加した。

金融負債（資金調達）を見ると、フローで借入が+5.5 兆円（うち民間金融機関からの借入+4.3 兆円）、株式等が+2.2 兆円、事業債は+0.8 兆円となった。資金運用と資金調達の差（資金過不足）は 0.1 兆円の資金不足となった。一段の金利低下の中、主に借入による資金調達を図っている姿がうかがわれる。

図表 9 民間非金融法人企業の金融資産の状況（2017 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

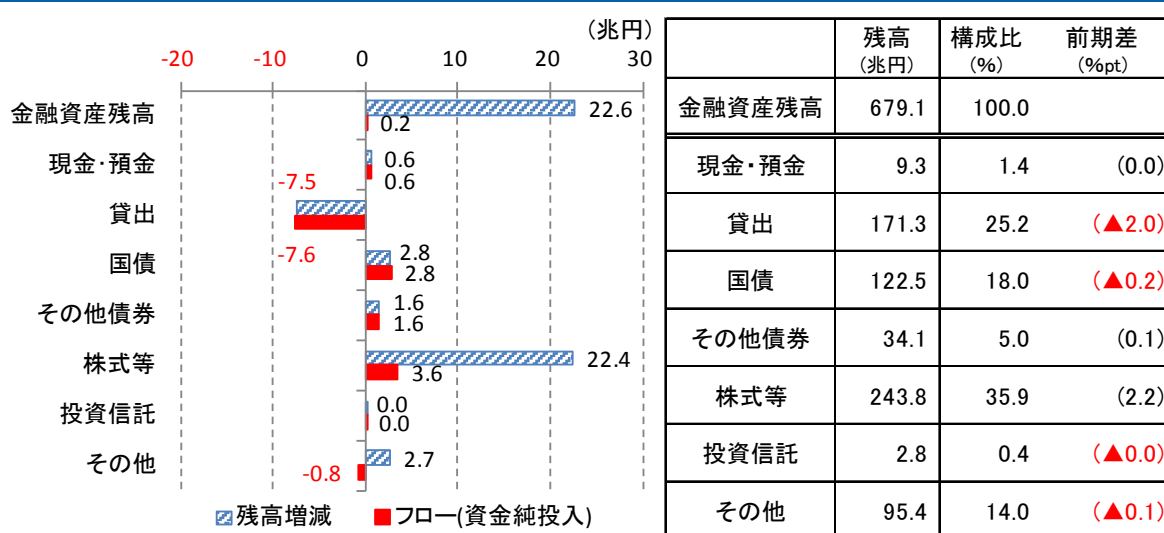
## (7) 海外

### 株式に資金が流入し、株価の上昇で残高増加

海外部門の金融資産残高は、株式等（前期比+22.4兆円）の増加を主な要因として、679.1兆円（同+22.6兆円）と大幅に増加し、2四半期連続で過去最高を更新した（図表10）。前期に増加した貸出は減少に転じた（同▲7.5兆円）。

株式等の投資フローは+3.6兆円の取得超で2015年4-6月期以来の規模である。株式等の保有残高は、株価上昇等によって大幅に増加した。国債は投資フローが+2.8兆円で、保有残高は前期から+2.8兆円のプラスとなった。国債のフローにおけるプラスの内訳は、国庫短期証券が+2.7兆円と大部分を占める。貸出残高の減少は、非金融部門向けの貸出を中心に減少し（同▲7.1兆円）、現先・債券貸借取引の減少幅は小幅だった（同▲0.4兆円）。

図表10 海外部門の金融資産の状況（2017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. 金融資産別の動向

### (1) 国債・財投債

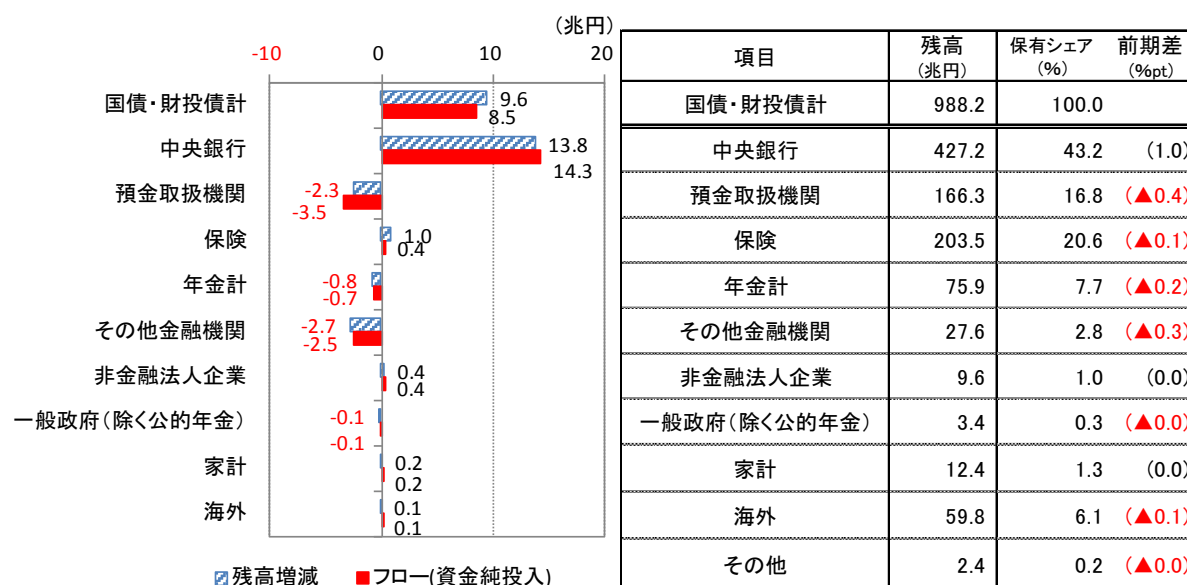
#### 中央銀行で残高増、預金取扱機関で残高減の構図は変わらず

国債・財投債の残高は時価ベースで988.2兆円となり、前期から+9.6兆円増加した（図表11）。主体別の保有残高は、中央銀行（前期比+13.8兆円）が引き続き残高を大きく増やし、保有シェアは43.2%とさらにシェアを増加させている。一方、預金取扱機関（同▲2.3兆円）は引き続き残高を減少させ、保有シェアは16.8%となった。保有シェア2位の保険（同+1.0兆円）の残高は若干増加したが、保有シェアは20.6%と中央銀行の半分以下である。年金計（同▲0.8兆円）は残高を減少させている。海外（同+0.1兆円）の残高はほぼ横ばい、保有シェアは微減である。その他金融機関（同▲2.7兆円）は預金取扱機関以上に残高を減少させている。

他の主体の残高増減は小幅で、保有シェアの変化も小さい。

フローは+8.5兆円と2009年7-9月期以降34四半期連続でプラスが続いている。主体別のフローで見ると中央銀行が+14.3兆円と再び前期よりも増加ペースをやや拡大させて大きなプラスを維持し、預金取扱機関は▲3.5兆円と売り越している。

図表 11 国債・財投債の主体別保有状況（2017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

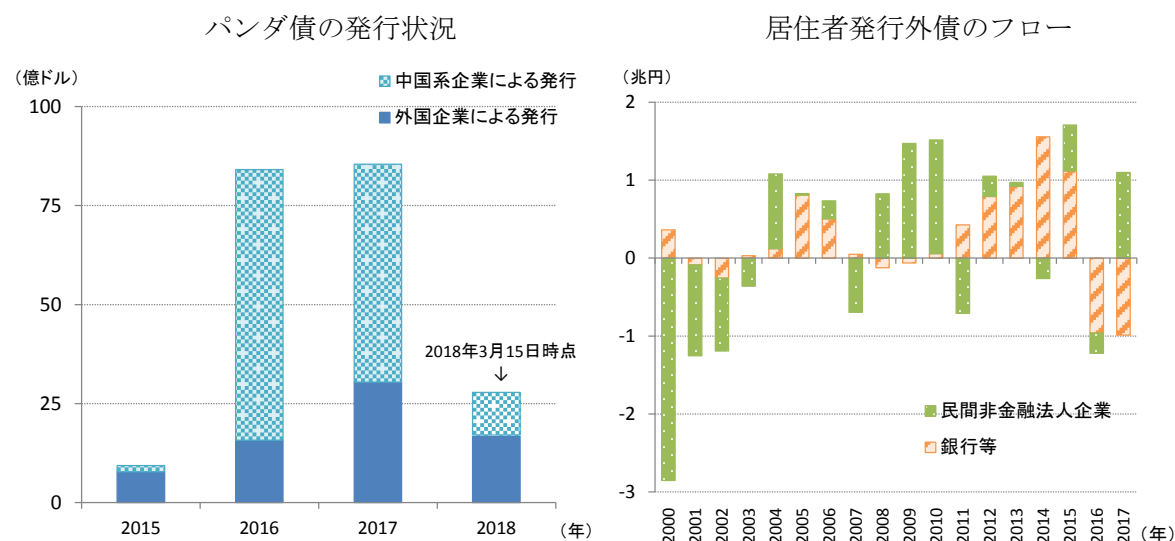
### BOX 3 日本企業によるパンダ債の発行が解禁

2018年1月にみずほ銀行と三菱東京UFJ銀行が日本で初となるパンダ債（オンショア人民元建て債券）を発行した。パンダ債は中国本土において非居住者が発行する人民元建て債券である。人民元建て債券はこれまで中国本土以外で発行されることが一般的であり（オフショア人民元建て債券）、日本の発行体は香港や日本国内で人民元建て債券を発行してきた。ちなみに前者は点心債、後者はフジヤマ債と呼ばれている。

他国の発行体は2015年ごろからパンダ債の発行を行っていたが、2017年12月に日中当局が合意するまで、日本企業による発行は認められていなかった。中国に進出している、もしくは中国企業との取引がある日本企業にとって、パンダ債という人民元の調達手段が増えるのは望ましいことだ。欧米では金利が緩やかな上昇傾向にあるものの、その水準は未だ低く、相対的に利率の高い人民元建て債券はグローバル投資家の需要も強いものとみられる。今後は事業会社による発行が増えることも期待される。海外事業会社によるパンダ債の発行事例としては、ドイツのダイムラーやフランスのヴェオリア・エンバイロメント等が挙げられる。

パンダ債の発行は、資金循環統計では居住者発行外債に区分される。前述のパンダ債の発行

は2018年に入ってから行われたものであり、統計に反映されるのは次回以降だが、2017年の居住者発行外債による資金調達の状況（フロー）を見ると、銀行等はマイナス、民間非金融法人企業はプラスとなっている。パンダ債の発行解禁により居住者発行外債による資金調達は増えていくのか。次回以降の資金循環統計で注目していきたい。



(注) 中国系企業による発行とは、パンダ債のうち、中国資本だが中国本土以外に拠点がある企業（主に香港が多い）が発行したものを指す。

(出所) 日本銀行、Thomson Reuters より大和総研作成

## (2) 株式

### 海外による株式保有が増加

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+58.1兆円の701.8兆円となり、700兆円の大台を突破した（図表12）。主体別に見ると、海外（同+19.4兆円）や民間非金融法人企業（同+13.5兆円）、家計（同+7.0兆円）、投資信託（同+5.3兆円）、等全ての部門で残高が増加した。

主体別のフローを見ると、株式の主な売り手は家計（▲2.5兆円）とその他金融機関（▲0.8兆円）であり、主な買い手は海外（+2.2兆円）、投資信託（+0.8兆円）であった。

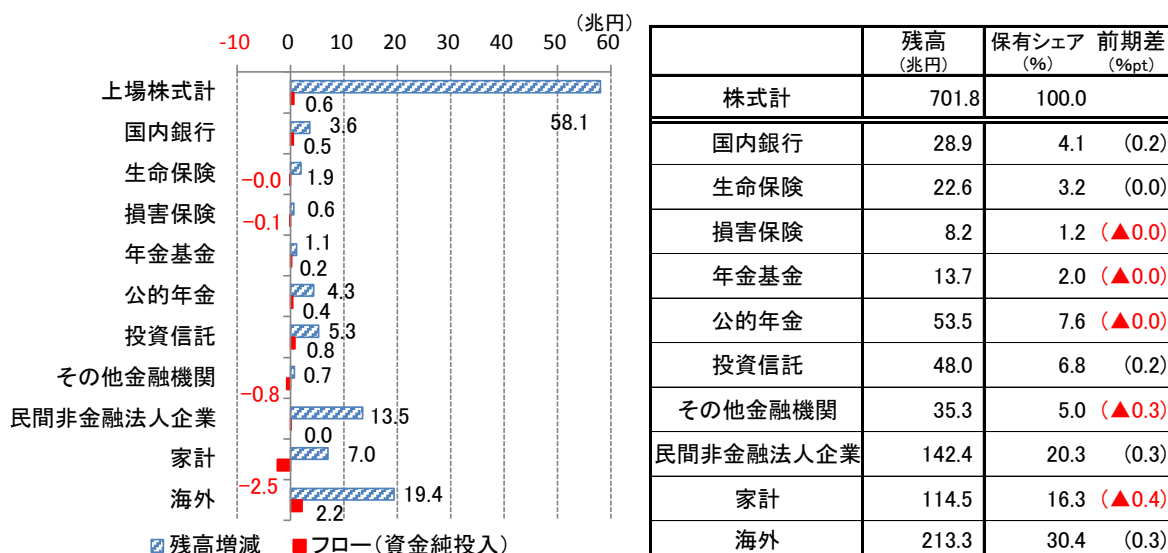
2017年12月末時点での主体別の保有シェアは、海外(30.4%)、民間非金融法人企業(20.3%)、家計(16.3%)の順に高く、この3主体で全体の約7割を保有している（図表13）。保有シェアの前期比の変動を見ると海外、民間非金融法人企業が0.3%pt上昇する一方、家計は0.4%pt低下した。

2018年1-3月期においては、海外は売り越しに、家計は買い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・二部等（東証と名証）、出所：東京証券取引所）に



よれば、2018年1月から3月第2週までの間、外国人投資家が▲2.0兆円の売り越し、個人が+1.4兆円の買い越しとなっている。

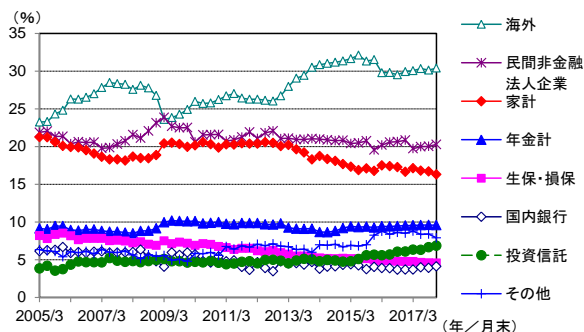
図表12 株式（上場）の主体別保有状況（2017年10-12月期）（左図：フロー等、右図：残高）



(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

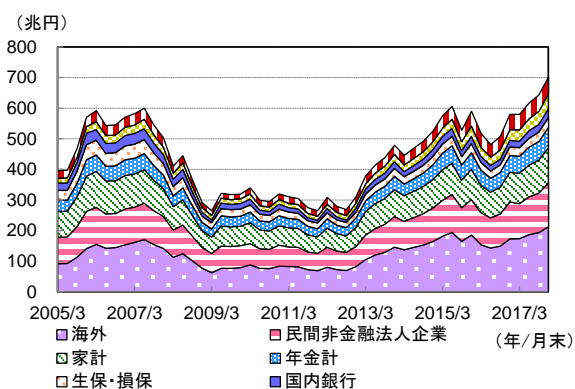
図表13 株式（上場）の主体別保有シェア推移



(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

図表14 株式（上場）の主体別保有残高の推移



(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

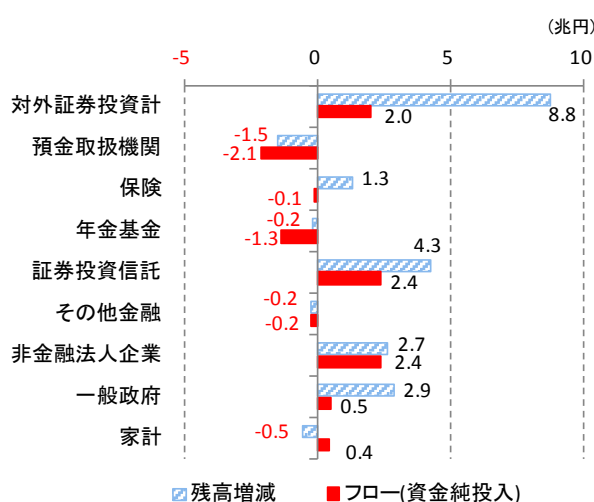
#### 北米中長期債が大幅な処分超

対外証券投資残高は602.8兆円（前期比+8.8兆円）となった（図表15）。フローで見ると+2.0兆円の取得超にとどまっており、資産価格の上昇が残高増加に大きく寄与したと考えられる。主体別に見ると証券投資信託の残高が最も増加しており（同+4.3兆円）、次いで一般政府（同+2.9兆円）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>2</sup>。2017年10-12月期においては、預金取扱機関は中長期債を2.8兆円減らした（図表16左図）一方で、株式・投資ファンド持分を0.6兆円増やした（図表16右図）。また投資信託は中長期債を0.1兆円減らした一方で、株式・投資ファンド持分を2.4兆円増やしている。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、中長期債への投資が0.8兆円、株式・投資ファンド持分への投資が0.4兆円増加している<sup>3</sup>。

また、地域別に中長期債への投資状況を見ると、欧州（+0.5兆円）、アジア（+0.1兆円）が取得超となった一方で、北米は▲3.7兆円と大幅な処分超となった。FRB議長の後任がパウエル氏となり利上げ路線の踏襲が見通されたこと、米国の雇用がほぼ完全雇用状態で堅調に推移していること等から、金利上昇局面の継続が懸念され、中長期債への投資が減速した可能性がある。

図表15 対外証券投資の主体別保有状況（2017年10-12月期）（左図：フロー等、右図：残高）



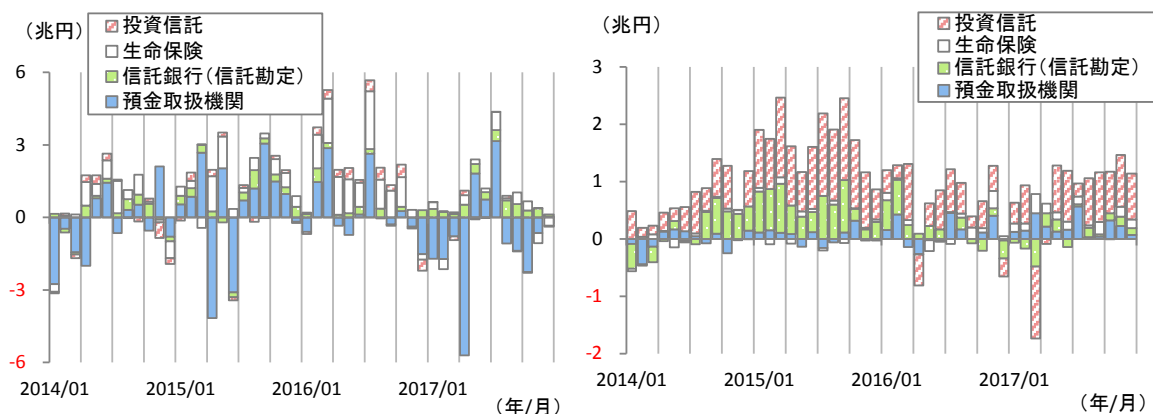
項目	残高 (兆円)	保有シェア (%)	前期差 (%pt)
対外証券投資計	602.8	100.0	
預金取扱機関	117.6	19.5	(▲0.5)
保険	91.4	15.2	(0.0)
年金基金	35.0	5.8	(▲0.1)
証券投資信託	94.4	15.7	(0.5)
その他金融	5.8	1.0	(▲0.0)
非金融法人企業	44.5	7.4	(0.3)
一般政府	191.1	31.7	(0.0)
家計	22.9	3.8	(▲0.1)

（出所）日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

<sup>2</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>3</sup> いずれもネットの数値。

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）



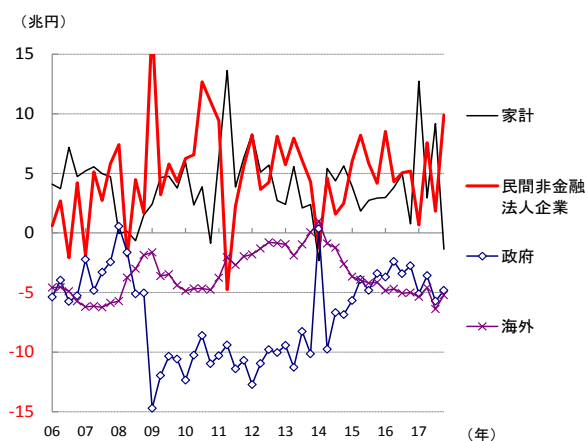
(出所) 財務省「国際収支統計」より大和総研作成

### 3. 部門別資金過不足

2017年10-12月期の各主体の資金過不足（季節調整値）を見ると、民間非金融法人の資金余剰は拡大し、家計は2014年1-3月期以来の資金不足に転じた（図表17）。また、政府・海外部門の資金不足はいずれも縮小した。

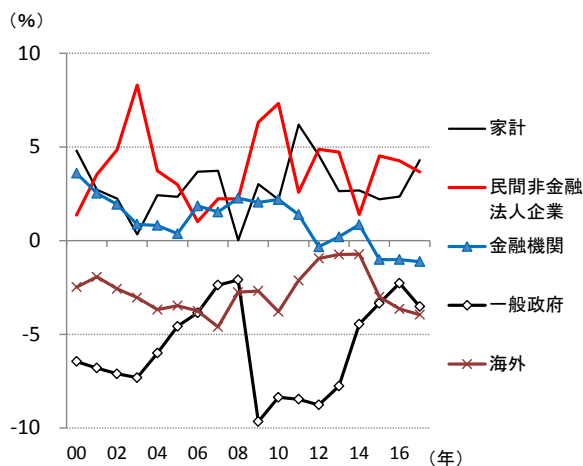
今回は2017年（暦年）の速報値も公表されている。一般政府や海外の資金不足を、家計や民間非金融法人企業の資金余剰で補っているという、従来の構図からの変化はない。ただし、一般政府や海外の資金不足は拡大する一方で、家計の資金余剰は拡大し、民間非金融法人企業の資金余剰はわずかながら縮小した（図表18）。

図表 17 部門別資金過不足の推移（季節調整値）



(出所) 日本銀行、内閣府より大和総研作成

図表 18 部門別資金過不足の推移（対名目GDP比、暦年）



(出所) 日本銀行、内閣府より大和総研作成

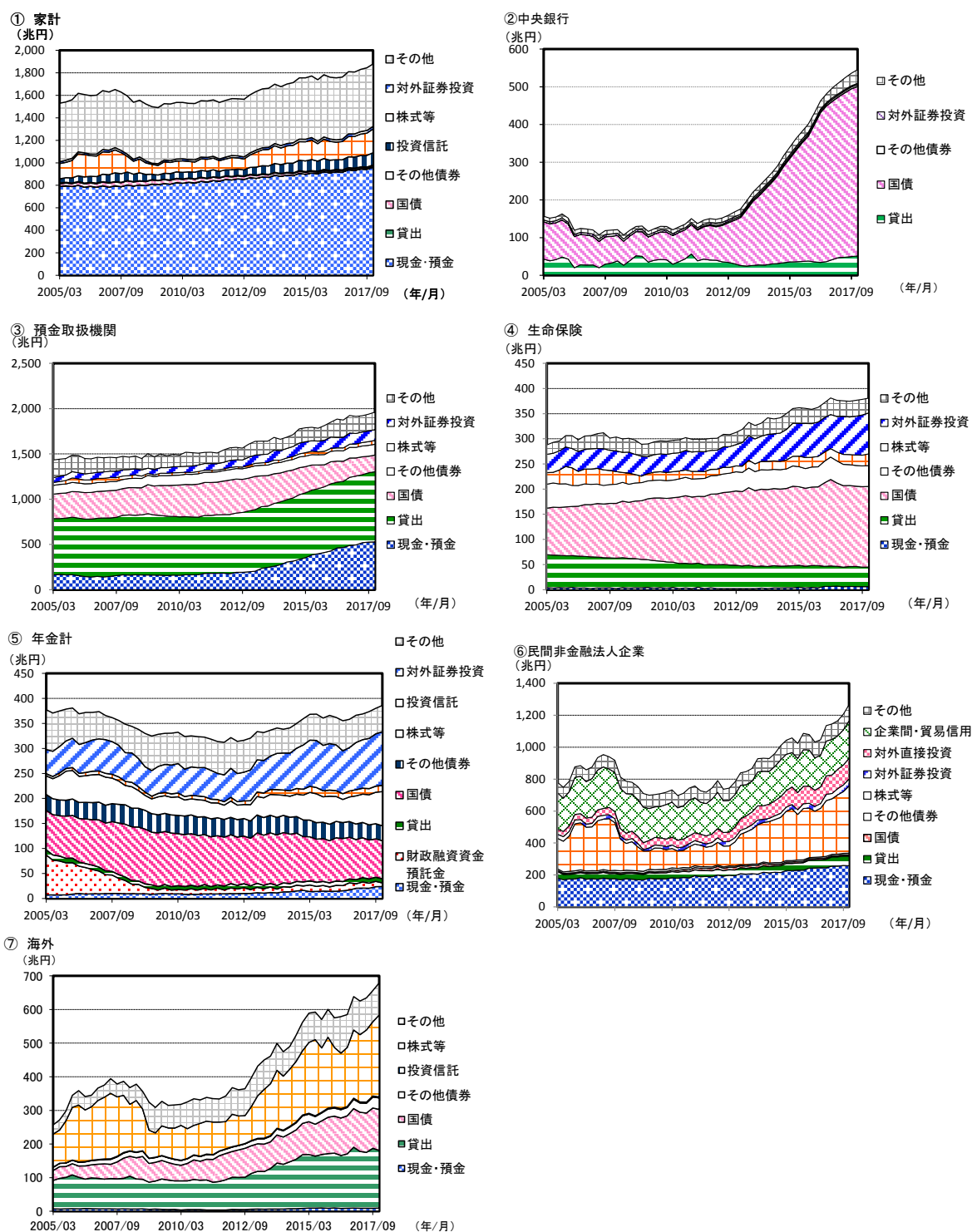
## おわりに

2017年10-12月期の金融市場では、株価の上昇を背景に株式や対外証券投資等において資産価格が上昇し、各主体の金融資産残高の増加に寄与した。ただし、対外証券投資のうち債券投資に関しては、米国を中心とする金利の上昇により、価格は下落しているものとみられる。期間中の価格変化等を表す調整表を見ると、中央政府や家計といった部門では対外証券投資にマイナスが発生している。

資産価格の上昇を背景に、家計金融資産は1,880兆円と過去最高となった。株式を処分する一方で、投資信託へ資金をシフトする動きが見られた。日銀は国債買入れを継続しているものの、2017年11月の金融政策決定会合の変更もあり、買入れペースが減速するとともに、資産残高の増加ペースも鈍化している。

次回2018年1-3月期の資金循環統計は2018年6月27日に公表される予定である。本稿執筆時点で株式相場は2017年12月末比で下落しており、2018年1-3月期末時点の株式の保有資産評価額は下落していることが予想される。また、対外証券投資に関しては、株式相場の下落に加え、米国やドイツ等欧米で金利が緩やかに上昇（債券価格は下落）しており、為替も対ドル・対ユーロともに円高が進んでいることから、保有資産評価額の下落が予想される。次回の統計では、こうした資産価格の変化を受け各部門がどのような投資行動をとったのか、注目していきたい。

＜参考図表＞ 主体別金融資産残高（2005年3月末～2017年12月末時点まで）



(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