

2018年10月17日 全21頁

資金循環統計（2018年4-6月期）

株価上昇と円安により各主体の金融資産残高は増加

調査本部¹

[要約]

- 日本銀行（以下、日銀）から2018年4-6月期の資金循環統計（速報）が公表された。2018年4-6月期は、株価上昇と対ドルでの円安進行によって資産価格が持ち直し、多くの主体の金融資産残高が増加した。
- 家計は、16四半期ぶりに個人向けカードローン等を含む消費者信用のフローがマイナスに転じた。また、民間非金融法人企業のフロー全体は減少したが、対外証券投資・対外直接投資を増加させており、引き続き積極的に海外投資を行っている姿が見て取れる。
- 対外証券投資のフローは、一般政府、保険、非金融法人企業などで取得超となった一方で、預金取扱機関は3四半期連続で処分超となっている。
- 7-9月期の注目点は、民間非金融法人企業の資金が引き続き前向きな投資に向かうかどうかという点である。また、日銀の「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」が与える影響も注目されよう。

¹ 執筆者は、政策調査部より土屋貴裕。金融調査部より矢作大祐、飯嶋カンナ、森駿介、中村文香。調査本部より田中大介。

目次

1. 主体別動向.....	3
(1) 家計.....	3
(2) 中央銀行（日銀）.....	4
BOX 1 日銀のETF買入れの現状と課題.....	5
(3) 預金取扱機関（銀行等）.....	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）.....	11
BOX 2 グリーンボンド.....	13
(7) 海外.....	15
2. 金融資産別の動向.....	15
(1) 国債・財投債.....	15
(2) 株式.....	16
(3) 対外証券投資.....	18
3. 部門別資金過不足.....	19
おわりに.....	20

1. 主体別動向

(1) 家計

消費者信用が16四半期ぶりにマイナス 株式等は利益確定売りの動き

日本銀行（以下、日銀）から2018年4-6月期の資金循環統計（速報）が公表された。家計の金融資産残高は、前期差+16.9兆円増加し、1,847.8兆円となった（図表1）。残高を押し上げたのは現金・預金（同+11.7兆円）で、内訳を見ると流動性預金（同+12.9兆円）が大幅に増加した一方で、定期性預金（同▲2.1兆円）は減少した。流動性預金の増加は、賞与支給という季節要因である。厚生労働省が発表する毎月勤労統計によれば、2018年6月の賞与額は前年比+6.3%と高い伸びとなっている²。株式等（前期差▲0.8兆円）は2四半期連続で減少した。一方、負債側では、個人向けカードローン等を含む消費者信用のフローが、16四半期ぶりにマイナスに転じた。

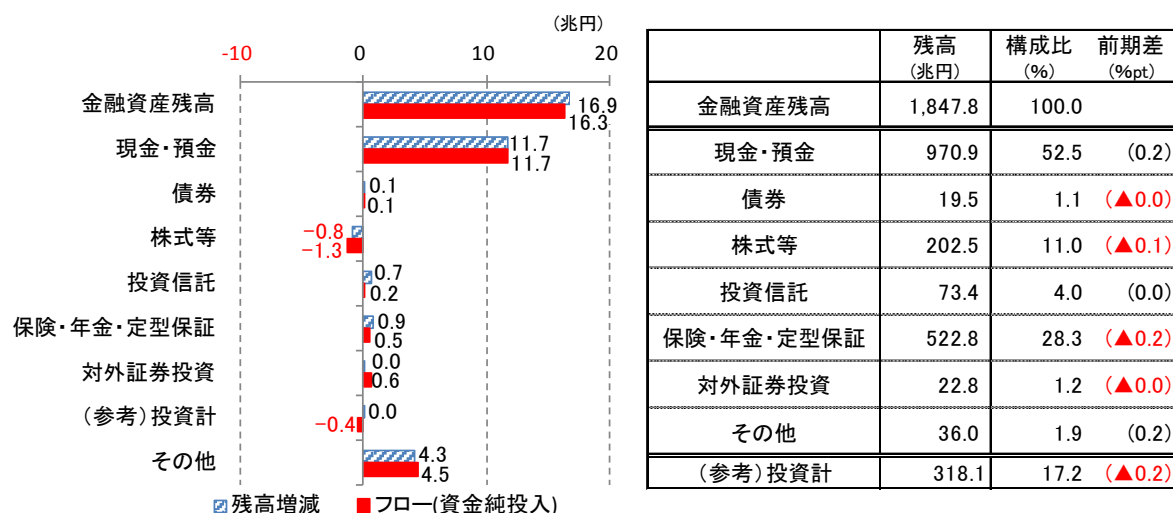
各金融資産への投資フローを確認すると、保険・年金・定型保証（+0.5兆円）、対外証券投資（+0.6兆円）、投資信託（+0.2兆円）、債券（+0.1兆円）は資金純流入、株式等（▲1.3兆円）は資金純流出となった。株式等に関して、価格変化等の要因が+0.5兆円となっており、株価上昇を受けて利益確定売りが出たことが考えられる。

投資信託については、大和ファンド・コンサルティングによると、2018年4-6月期は株式型、株式債券型で資金の純流入となった一方、債券型、国内リート型、国際リート型等では資金が純流出となった。

債券は、国債・財投債の残高が12.6兆円（前期差+0.2兆円）と増加し、フローで見ても0.2兆円の買い越しとなった。財務省によれば、2018年4-6月期の個人向け国債の発行は1.1兆円であった。

² 厚生労働省「毎月勤労統計調査」平成30年6月分結果。

図表 1 家計の金融資産の状況 (2018年4-6月期) (左図：フロー等、右図：残高)



(注) 残高増減は前期差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)

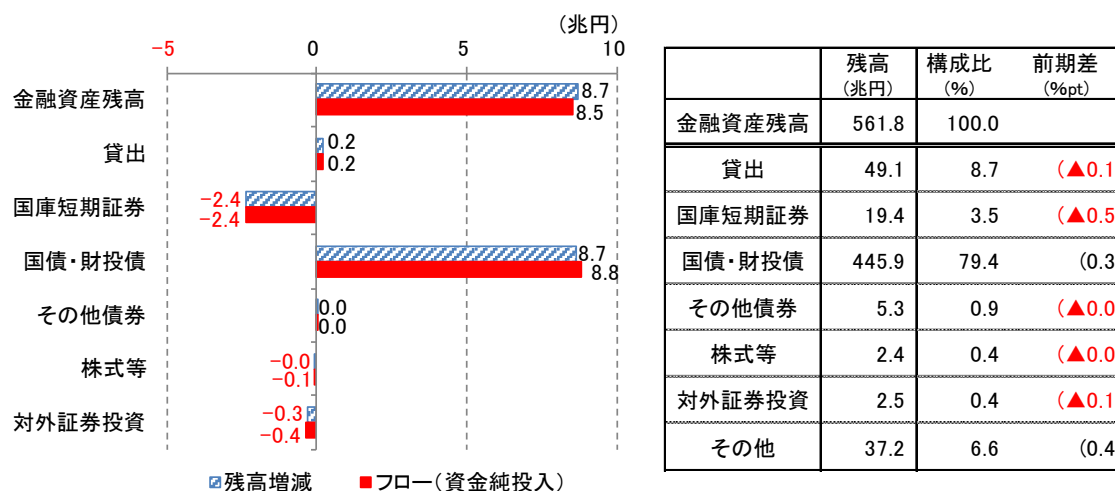
国庫短期証券は残高が 20 兆円を割り込む

中央銀行の金融資産残高は前期差+8.7兆円増加し、561.8兆円となった(図表2)。国債・財投債(同+8.7兆円)、投資信託受益証券(同+1.8兆円)、貸出(同+0.2兆円)等が残高を増加させた一方、国庫短期証券(同▲2.4兆円)、対外証券投資(同▲0.3兆円)等が減少となった。

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)のフローは+6.4兆円となり、買入れペースが鈍化している(図表2・左側)。うち国債・財投債のフローは+8.8兆円であった。国庫短期証券は▲2.4兆円と7四半期連続で資金純流出となり、2012年7-9月期以降初めて残高が20兆円を割り込んだ。国庫短期証券は、2016年4月に▲0.5%付近まで低下した金利の是正等を目的に、めどとする残高を下方修正し、2017年12月以降、利回りや需給に応じて柔軟な買入れを行ってきた。国庫短期証券(3ヵ月)の利回りは、2017年12月以降緩やかに上昇し、2018年9月半ばには▲0.1%台で推移している。

なお、2018年9月30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、簿価ベース)は、長期国債447.4兆円、国庫短期証券14.8兆円、貸付金46.8兆円、信託財産指数連動型上場投資信託(以下、ETF)21.7兆円、信託財産不動産投資信託(J-REIT)0.5兆円、総資産545.5兆円となっている。

図表2 中央銀行の金融資産の状況（2018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

BOX 1 日銀のETF買入れの現状と課題

2018年3月末時点の日銀のETF保有残高は時価で24.5兆円（簿価19.3兆円³）である。日銀が買入れるETFは、日本の上場株式を投資対象とするものであるため、間接的に同額の上場株式を保有しているとみることができる。証券投資信託部門が保有する上場株式は2018年6月末時点で50.6兆円であり、日銀が保有するETF（24.5兆円）は、その約半分を占めている。また上場株式の部門合計671.1兆円に対しては3.6%にあたり、他の保有主体と比較すると生命保険（22.0兆円）を上回り、国内銀行（24.8兆円）に近い保有額である。今後買入れペースが落ちる可能性はあるものの、引き続き保有残高が増加することが予想される。

日銀のETF買入れは、政策の持続性に関して様々な課題も指摘されている。いずれ出口戦略を取らざるをえなくなるが、その際の課題を、日銀の公的機関としての性質を念頭に置きつつ、2000年代に公的機関が行った株式の買入れとその処分を参考に考えてみたい。

日銀、銀行等保有株式取得機構、預金保険機構の三つの公的機関は、金融システムの安定化のため、2000年代に株式買入れを行っており、現在それぞれが1～3兆円程度、合計で6.9兆円⁴の株式を保有している⁵。

³ 金銭の信託は、信託財産（約定ベース）のみを対象としているため、帳簿価額は貸借対照表価額とは必ずしも一致しない。

⁴ ETFは含まない。2018年3月末時点の時価。日銀2.5兆円（簿価1兆円）、銀行等保有株式取得機構2.9兆円（同1.6兆円）、預金保険機構1.5兆円（同1.5兆円）。

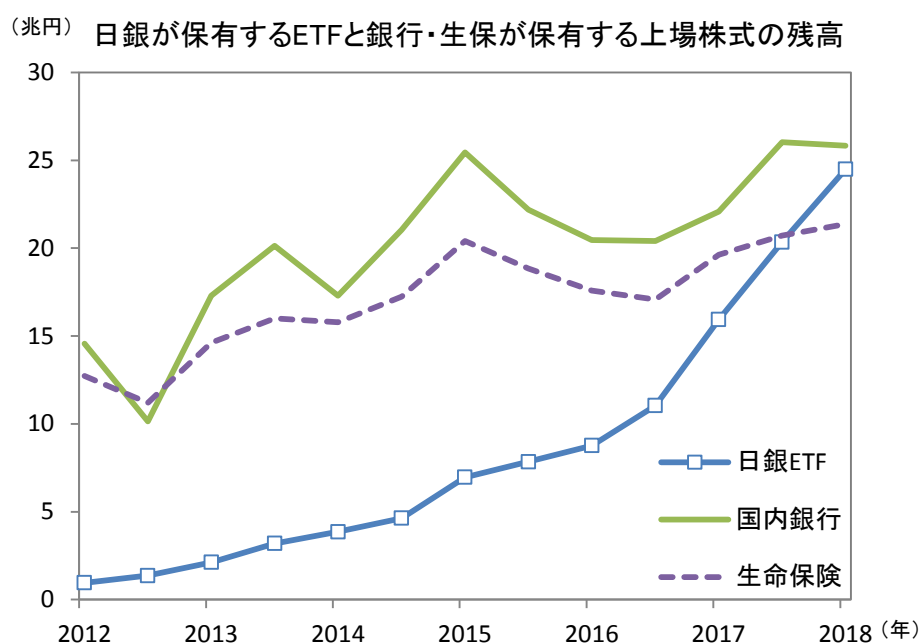
⁵ 太田珠美、中村文香「公的機関の株式保有動向」（大和総研レポート2018年8月15日）参照。

https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20180815_020253.html

公的機関の投資家としての特殊な点は、利益追求のために株式を保有しているわけではない点である。たとえ株価が上昇し、含み益が出ている状態であっても、売却によって市場に悪影響を与える可能性がある場合は、処分することが難しい。実際、日銀、銀行等保有株式取得機構は慎重に処分を行っている。一方で、公的機関の保有株式に実現損が出てしまうと、国庫納付金の減少につながってしまう。公的機関は、損は出せないが利益が出るとしても大量売却をすることは難しく、結果的に長期の保有を余儀なくされる傾向にあると言える。

日銀の「株式の処分の指針」(2007年7月31日決定、直近の改正は2015年12月17日)によれば、2026年3月末までに日銀は保有する全株式を処分することになっている。日銀が保有する2.5兆円の株式ですら、処分に長い時間がかかっていることを考えると、現時点で24.5兆円となっているETFは、非常に長期にわたる保有を余儀なくされる可能性が高い。将来の処分も含めてETF買入れ政策の持続性を考えるならば、買入れのタイミングを柔軟化することが、結果的に損を出してしまうリスクを抑えることにもつながる。

2018年7月の金融政策決定会合で新たに決まった、年間約6兆円の買入れ額は維持しつつも、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変化するとの方針は、ETF買入れ政策の持続可能性を高めたと評価できるだろう。



(注1) 日銀が保有するETFの時価は、決算で発表される3月末、9月末の額。資金循環統計の値も1-3月期、7-9月期のものを使用している。

(注2) 他にも保有額が多い主体としては、海外、民間非金融法人企業、家計、公的年金等があるが、記載していない。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」「財務諸表」より大和総研作成

(3) 預金取扱機関（銀行等）

現預金を中心に金融資産残高は増加

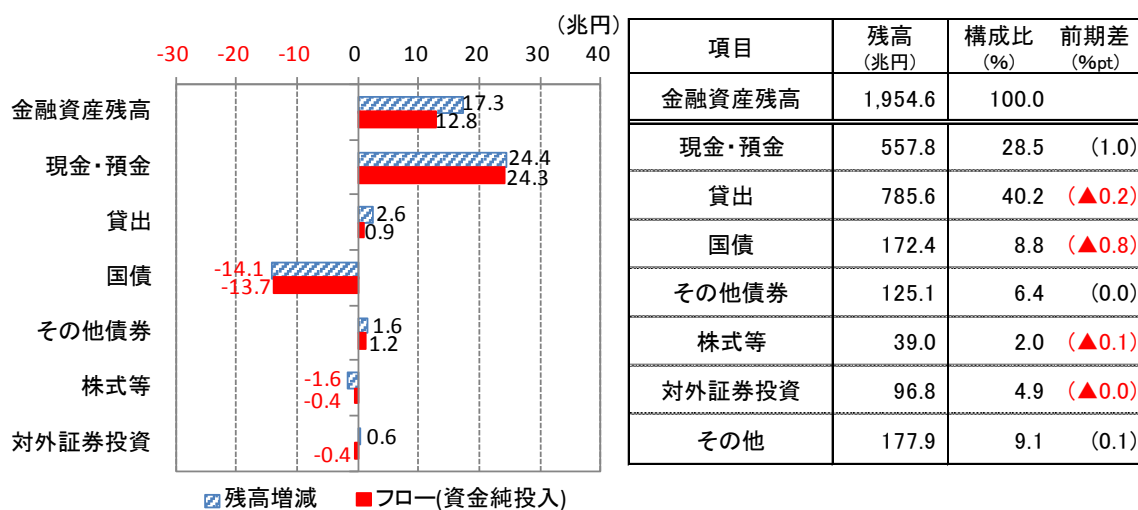
預金取扱機関の金融資産残高は、前期差+17.3兆円の1,954.6兆円となった（図表3）。資産残高の増加には、現金・預金（同+24.4兆円）、貸出（同+2.6兆円）、その他債券（同+1.6兆円）が寄与した。一方、国債（国債・財投債と国庫短期証券の合計値）（同▲14.1兆円）、株式等（同▲1.6兆円）は残高が減少した。

国債（172.4兆円。国債・財投債（158.8兆円）、国庫短期証券（13.6兆円））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▲13.7兆円と売り越しになったことが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（前期差+14.5兆円）、現金・預金残高は23四半期連続で増加している。

貸出残高は、前期差+2.6兆円と4四半期連続で増加し、4-6月期の貸出のフローは、2012年4-6月期以来のプラスとなった。日本企業の多くが3月末決算であることを一因として、4-6月期の貸出のフローはマイナスとなることが多いが、例年に比べ企業・政府等向け貸出のフローのマイナス幅が小さいことを受け、プラスとなったと考えられる。一方で、カードローン等の貸出残高の高い伸びについて金融庁、日銀から懸念が示されており、金融庁「平成28事務年度金融レポート」においては、「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⁶」と述べている。金融庁は2017年9月より業務運営の詳細な実態把握を行うために検査を実施し、2018年1月に「銀行カードローン検査 中間とりまとめ」を発表した。これらのことを背景の一つとして、消費者信用のフローが、2012年10-12月期以来のマイナスに転じた。また、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貸出残高増加に寄与したとみられる。海外部門の民間金融機関からの借入残高（86.6兆円）は増加（同+2.7兆円）したが（図表4）、フローでは+0.7兆円の流入超（借入増加）となっており、時価上昇の影響が大きいことが分かる。

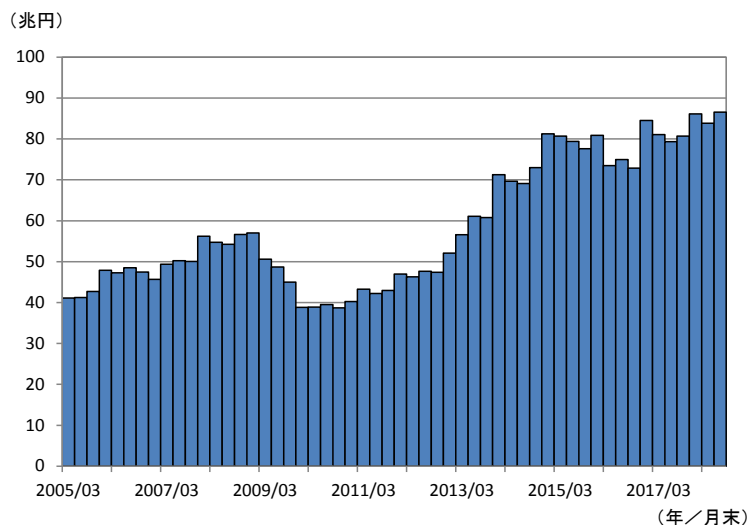
⁶ <https://www.fsa.go.jp/news/29/Report2017.pdf>

図表3 預金取扱機関の金融資産の状況（2018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

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

金融資産残高は株式等の価格上昇により増加、フローは対外証券投資が増加

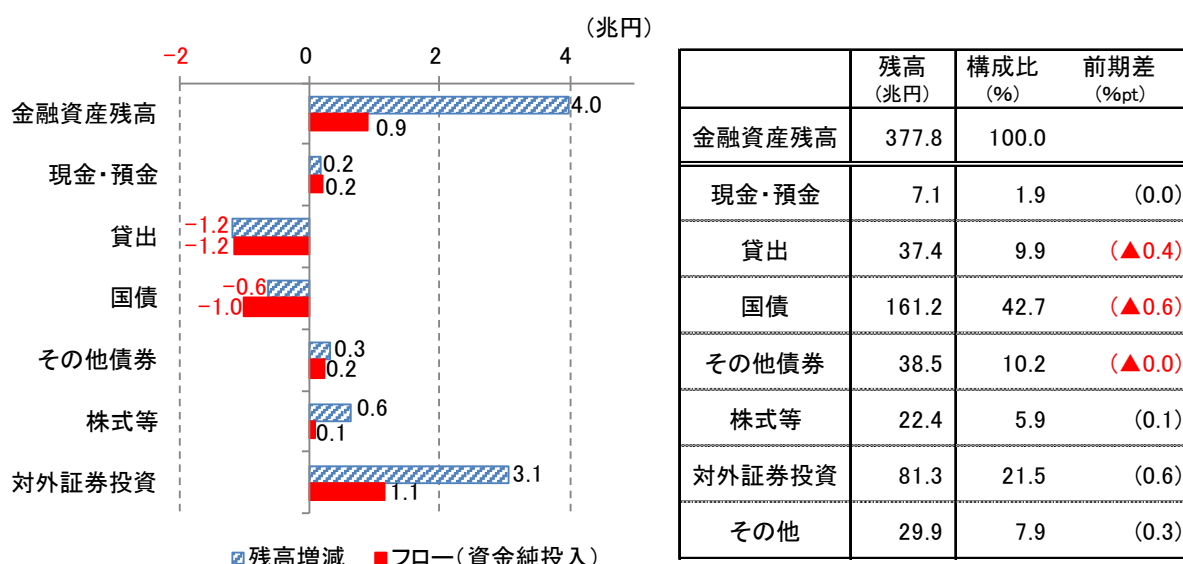
生命保険の金融資産残高は、前期差+4.0兆円の377.8兆円となった(図表5)。現金・預金(同+0.2兆円)、その他債券(同+0.3兆円)、株式等(同+0.6兆円)、対外証券投資(同+3.1兆円)が増加し、貸出(同▲1.2兆円)、国債(国債・財投債および国庫短期証券の合計)(同▲0.6兆円)が減少している。

フロー全体は+0.9兆円であったことから、残高の増加の大部分は資産価格の上昇によるものである。フローの中身を見ると、貸出、国債はマイナスとなった。フローでプラスとなったのは、現金・預金、その他債券、株式等、対外証券投資である。

資金循環統計とは異なるが、投資家部門別の対外証券投資統計から生命保険の対外証券投資の動向を確認すると、2018年4-6月期も中長期債への投資が大きい。短期債に関しては、4四半期ぶりにマイナス（投資の回収超）となった。

2018年4-6月期でストック・フローともに大きく増加した対外証券投資に着目する。投資家部門別には分かれておらず、生命保険に限定していない点に留意は必要であるが、地域別の対外証券投資の中長期債への大まかな投資動向を確認すると、2018年4-6月期は欧州への投資（ネット）は引き続き投資超（対外証券投資の増加）、米国への投資は引き続き回収超（対外証券投資の減少）となったが、金額自体は前期に比べて双方とも縮小した。

図表5 生命保険の金融資産の状況（2018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

(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純流入、国債からの資金純流出が続く

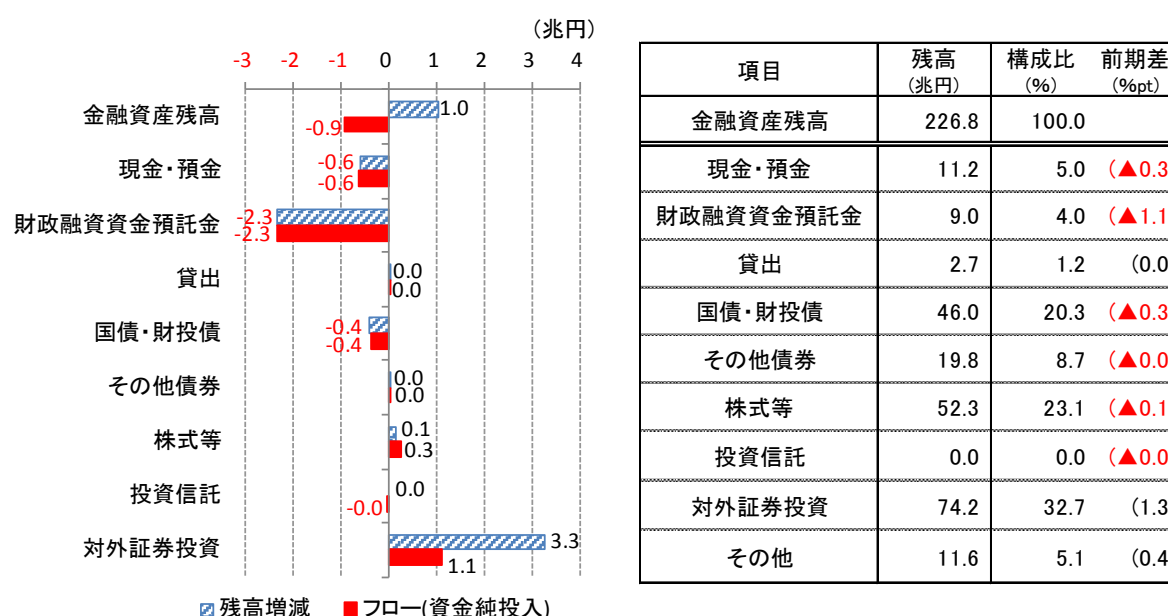
公的年金の金融資産残高は、前期差+1.0兆円の226.8兆円となった（図表6）。残高増減の内訳では、円安や資産価格の上昇を主な要因に、対外証券投資が増加（同+3.3兆円）したことが目立った動きだった。残高の構成比で見ると、国債・財投債や株式等が前期から小幅に低下した一方、対外証券投資は上昇しており、金融資産全体の3分の1に迫る水準となっている。

フローで見ると、2013年7-9月期以降、国債・財投債は資金純流出が続いている。一方、対外証券投資のフローは、2014年4-6月期以降プラスが続いており、株式等のフローも3四半期

連続でプラスとなった。

公的年金のうち、大きな割合を占める 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は、2018年6月末に国内債券の比率が27.1%と基本ポートフォリオ（35%±10%）の乖離許容幅の下限に近付いている。ただし、GPIFが2018年9月26日に公表した「平成30年度計画」の変更によれば、「国内債券の資産構成割合の乖離許容幅については、弾力的に適用する」とされており、国債の構成比がさらに低下する可能性がある。一方で、GPIFの運用資産のうち外国株式で残高の増加（前期差+2.1兆円）が目立ち、今四半期の公的年金全体の対外証券投資の増加に寄与したと考えられる。

図表6 公的年金の金融資産の状況（2018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

② 企業年金

企業型の確定拠出年金の投資信託比率が過去最高に

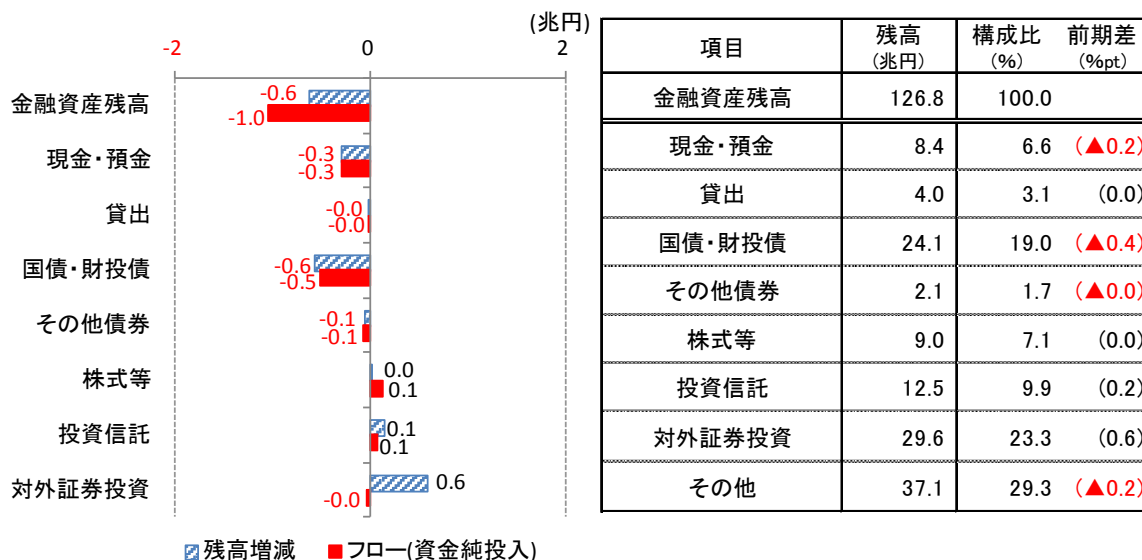
企業年金は公的年金を補完する私的年金の一つであり、確定給付型年金（厚生年金基金、確定給付企業年金）と企業型の確定拠出型年金（DC）から構成される。

企業年金の金融資産残高は、126.8兆円（前期差▲0.6兆円）であった（図表7）。内訳では、円安や資産価格上昇の影響による対外証券投資の残高増（同+0.6兆円）が見られた一方、資金純流出を主因に国債・財投債は残高減（同▲0.6兆円）となった。

企業年金のうち企業型DCでは、元本確保型の商品である預貯金の比率が高い傾向にあったが、今四半期は金融資産全体における投資信託の比率が54.9%と現統計で最も高い水準となった。2018年5月に改正確定拠出年金法の一部が施行され、運営管理機関がDCのデフォルト（初期設定）商品に投信を設定する動きが広がっている。今後も、企業型DCにおける同比率の上昇が続

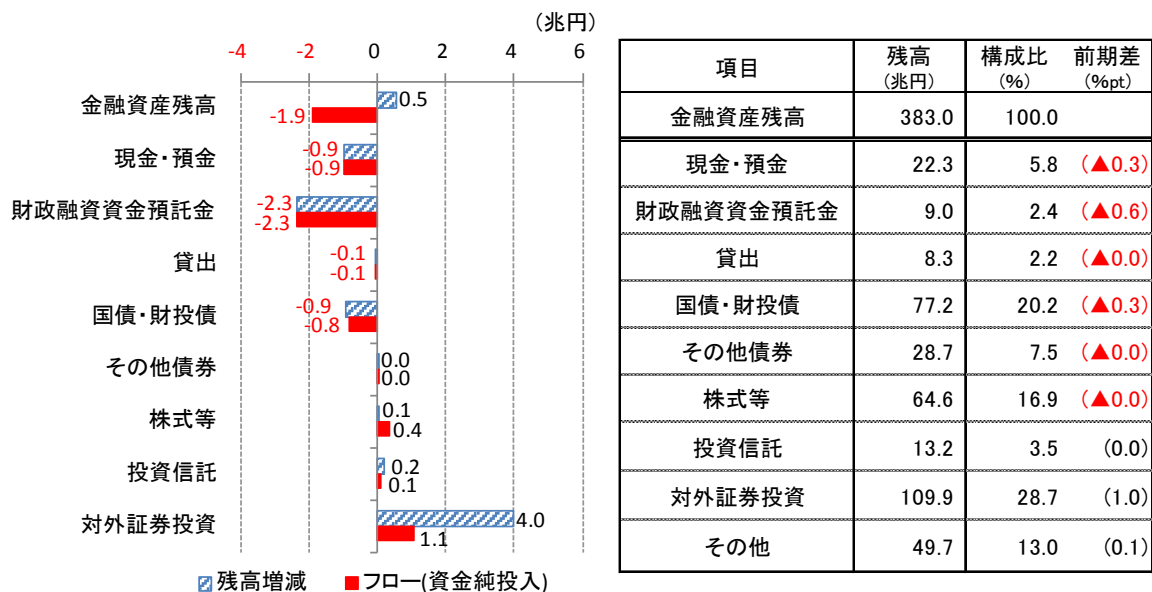
く可能性が高い。

図表7 企業年金の金融資産の状況（2018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

図表8 年金計の金融資産の状況（2018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) 民間非金融法人企業（事業法人）

海外投資が堅調に推移

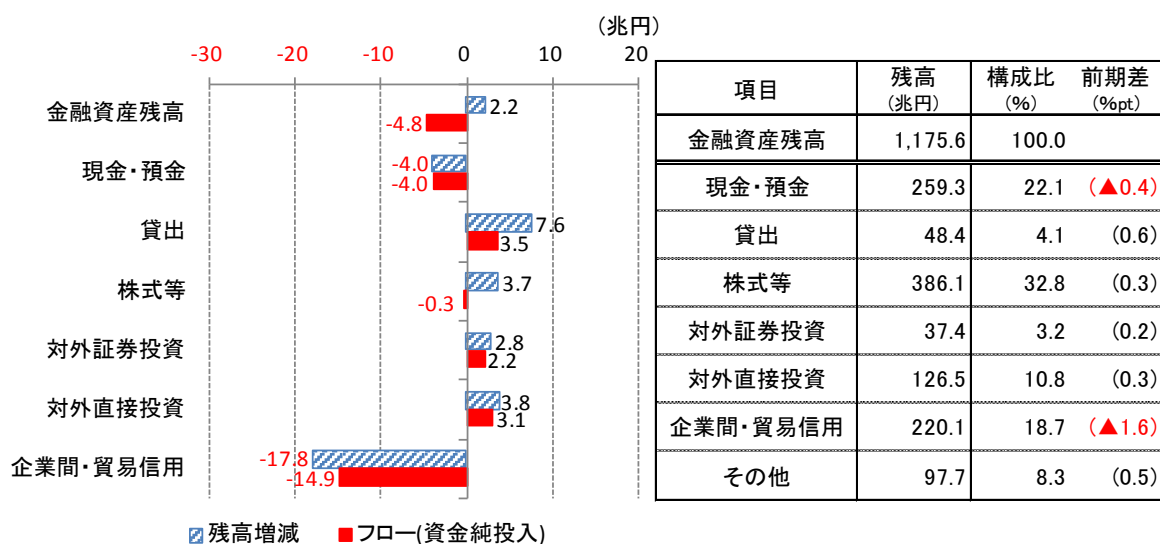
民間非金融法人企業の金融資産残高は前期差+2.2兆円の1,175.6兆円となった（図表9）。

貸出（同+7.6兆円）、株式等（同+3.7兆円）、対外証券投資（同+2.8兆円）、対外直接投資（同+3.8兆円）の増加が寄与した。この中でも寄与が大きい貸出の増加に関しては、取引先や子会社・関連会社に対する貸出である非金融部門貸出金の増加が大半を占める。残高で減少したのは、現金・預金（同▲4.0兆円）、企業間・貿易信用（同▲17.8兆円）であった。企業間・貿易信用の減少は、3月末に向けて増加し、6月末はその反動で前期比減となる季節性の要因と考えられる。

フローを見ると、金融資産全体は▲4.8兆円となった。現金・預金と企業間・貿易信用の減少分が主因である。残高で増加した株式等に関しては、フローでは▲0.3兆円とマイナスとなった。他方で、対外証券投資、対外直接投資に関しては、フローでもそれぞれ+2.2兆円、+3.1兆円とプラスであった。民間非金融法人企業の海外投資は前期に引き続き堅調に推移している。

金融負債（資金調達）の主要項目を見ると、フローで借入が+0.7兆円、株式等が+1.4兆円、債務証券は+2.1兆円であった。資金調達が低調であった1-3月期に比べて、企業は資金調達を積極化したとも考えられる。ただし、企業間・貿易信用が季節性要因によって▲14.5兆円となったことから、金融負債のフロー全体では▲5.7兆円であった。

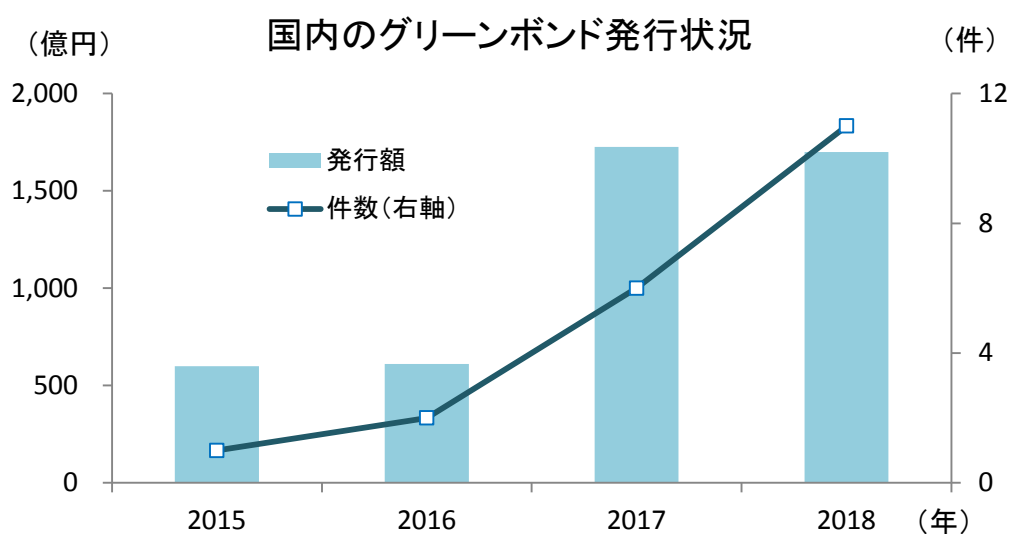
図表9 民間非金融法人企業の金融資産の状況（2018年4-6月期）（左図：フロー等、右図：残高）



（出所）日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

BOX 2 グリーンボンド

近年、企業の資金調達手法の一つとして、グリーンボンドの発行が注目されつつある。グリーンボンドとは、一般的に調達した資金の使途がグリーンプロジェクト（環境に関連した事業）に限られる債券を指す（グリーンボンドの定義の差異に関しては参考資料を参照）。国内における過去の発行事例では、照明設備の LED 化や公共交通機関の利用促進等、直接・間接的に環境改善効果が見込まれる事業が該当する。近年、ESG 投資の潮流が世界的に広がっている中で、国内企業の発行額も年々増加している。2015 年の発行額は 600 億円程度であったが、2018 年（1 月～9 月）の発行額は約 1,700 億円となった。



(注) 発行額・件数ともに償還済みのものは除く。

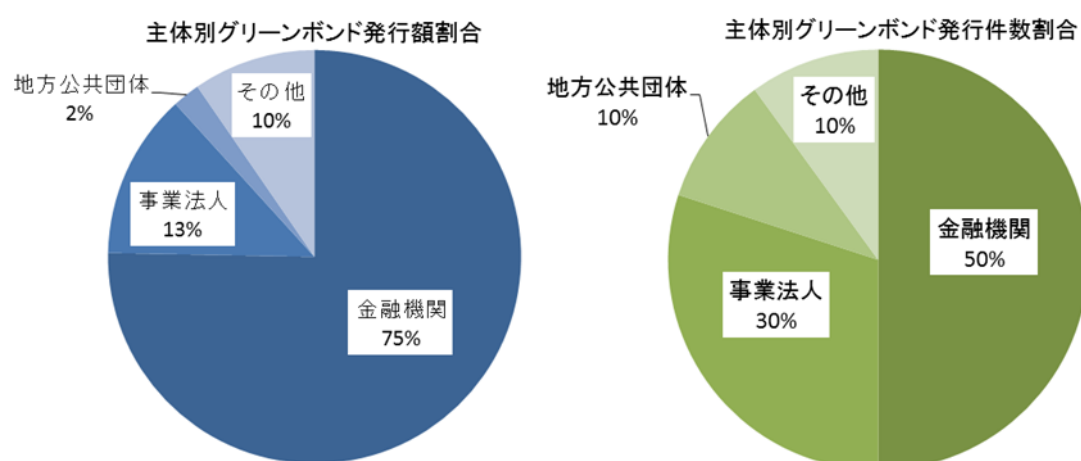
(出所) Bloomberg より大和総研作成

資金循環統計にどう反映されているかを見ると、グリーンボンドは民間企業のみならず地方公共団体も発行できるため、社債や地方債等にまたがって計上されている。国内のグリーンボンド発行額（2015 年～2018 年発行分）の主体別割合を見ると、金融機関が 75%、事業法人が 13%、地方公共団体 2%であり、金融機関が過半を占める。件数割合はそれぞれ 50%、30%、10%であり、事業法人や地方公共団体は、発行件数割合に対して発行額の割合が低くなっており、すなわち 1 件あたりの発行額が相対的に小さい。なお、主体別のグリーンボンド発行額（対主体別発行債券残高比）は、2018 年 6 月時点で、金融機関が 0.12%、事業法人が 0.07%、地方公共団体が 0.01%と非常に低い。

Bloomberg によると、2018 年 9 月時点のグリーンボンド発行総額（償還済みのものを除く）において世界の主要国と比較すると、日本は世界 17 位であった。また、一般的に、ESG 投資が進んでいるとされる欧州諸国が必ずしも上位を占めているわけではない。この要因としては各国におけるグリーンボンドの基準や定義が異なることが挙げられる。本稿のデータ収集に用いた Bloomberg におけるグリーンボンドの定義では、グリーンボンドと表記されている債券が全て対象となるため、発行体が債券を「Green Bond」と定義づければ、グリーンボンドに認定さ

れる。加えて、各国で現状抱えている環境問題やその深刻さが異なるため、調達した資金の用途にも違いが生じている。

こうした中、日本においてもグリーンボンドの発行を促進するための制度整備が進んでいる。2018年5月31日に公募が始まった環境省主導の「グリーンボンド発行促進体制整備支援事業」に係る補助金交付においては、グリーンボンド発行体にコンサルティング等の発行支援を行う事業者に対して、その支援に要する費用を補助するとしている。同年7月3日、この制度に認定された初のグリーンボンドの発行が発表された。こうした促進策を背景に、国内におけるグリーンボンドの発行が今後増加していく可能性も考えられよう。



(注) その他は全体から各主体を除いたものであり、独立行政法人等が該当する。

(出所) Bloomberg より大和総研作成

<参考資料>グリーンボンドの定義の差異

要素	説明	グリーンボンド原則 (ICMA：国際資本市場協会)	Bloomberg	グリーンボンド ガイドライン (環境省)
資金用途	調達資金の100%が社会的活動やグリーンな活動に関連したプロジェクトに使用されている	必要	必要	必要
プロジェクト選定	プロジェクトの選定プロセスが明確かつ透明度高く公表されている	必要	不要 (ただし適合性を追跡)	必要
調達資金管理	資金の用途および配分の過程が公開されている	必要	不要 (同上)	必要
レポート ティング	プロジェクトの実績等を少なくとも年1回開示している	必要	不要 (同上)	必要
外部レ ビュー	第三者による審査や認証、またはグリーンボンド格付けが付随する形で行われている	不要	不要 (同上)	活用が推奨されており、文中にある補助金交付の要件となっている

(注) 一般的にグリーンボンドとは、グリーンボンド原則に則って発行された債券を指す。日本におけるグリーンボンドは概ね、グリーンボンドガイドラインに則したものとなっている。本稿で定量的な分析を行うために用いたグリーンボンドの定義はBloombergの定義に基づいている。

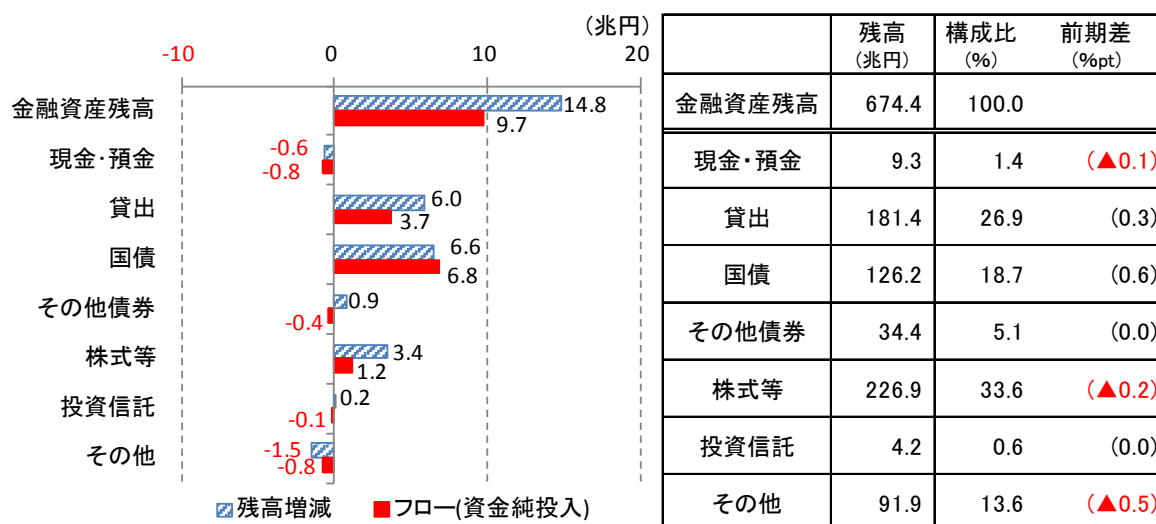
(出所) 各種資料より大和総研作成

(7) 海外

国債への資金は純流入に転換

海外部門の金融資産残高は、674.4兆円（前期差+14.8兆円）と増加に転じた（図表10）。主な要因は貸出が181.4兆円（同+6.0兆円）、株式等が226.9兆円（同+3.4兆円）と増加したことによる。ただし、株式等のフローは+1.2兆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（国債・財投債と国庫短期証券の合計値）は残高が126.2兆円（同+6.6兆円）に増加し、フローも+6.8兆円となった。背景として、ドル・円ベーススワップ（円とドルの変動金利を交換する通貨スワップ）におけるドル調達プレミアム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。

図表10 海外の金融資産の状況（2018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

2. 金融資産別の動向

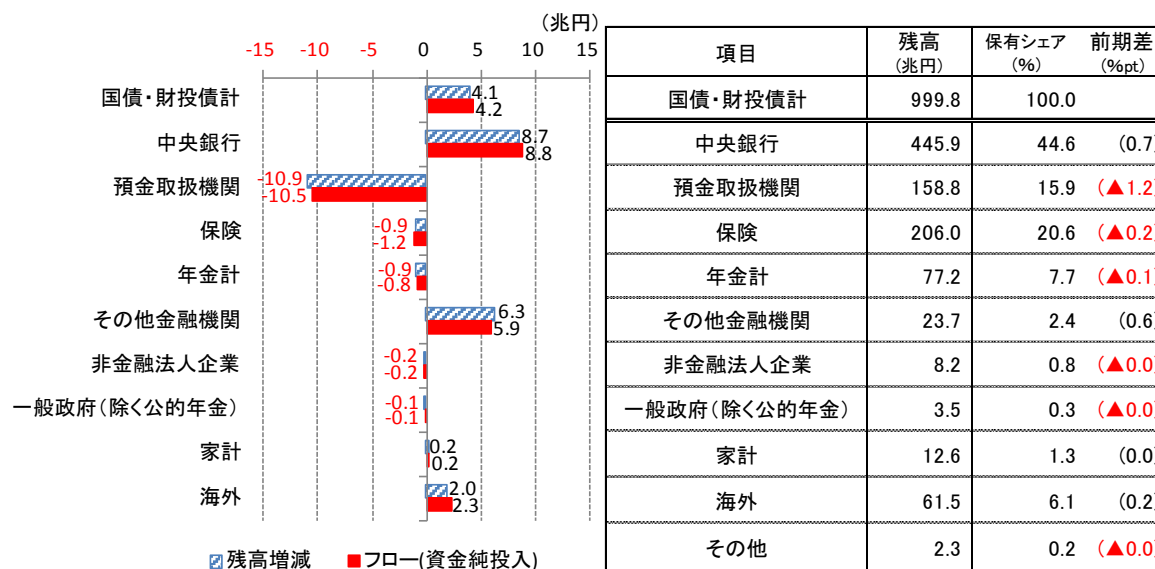
(1) 国債・財投債

中央銀行の買越額は10兆円台割れが継続、預金取扱機関は大きく売り越し

国債・財投債の残高は時価ベースで前期差+4.1兆円の999.8兆円となった（図表11）。2018年4-6月期は10年債利回りが0.05%前後でほぼ動かなかったため、残高の変化はフローの動向でほぼ説明できる。主体別で見ると、中央銀行の買越額が前期から続いて10兆円を下回る水準となっている。2018年6月末時点における中央銀行の長期国債保有残高は前年同期に対し約+43兆円となっており、めどとしている80兆円を大きく下回っている。一方、預金取扱機関は大きく売り越しとなり、保有シェアも前期から▲1.2%pt低下している。その他、海外の残高・保

有シェアともに前期から増加・上昇している。

図表 11 国債・財投債の主体別保有状況（2018年4-6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

株価上昇によって残高は増加も、フローではマイナス

株式（出資金を含まない上場株式に限定）の残高は、前期差+5.5兆円の671.1兆円となった（図表12）。主体別に見ると、民間非金融法人企業（同+3.4兆円）や投資信託（同+2.6兆円）の増加が寄与した。四半期ベースで株価の上昇によって、保有株式の時価が増加したことが主な要因である。

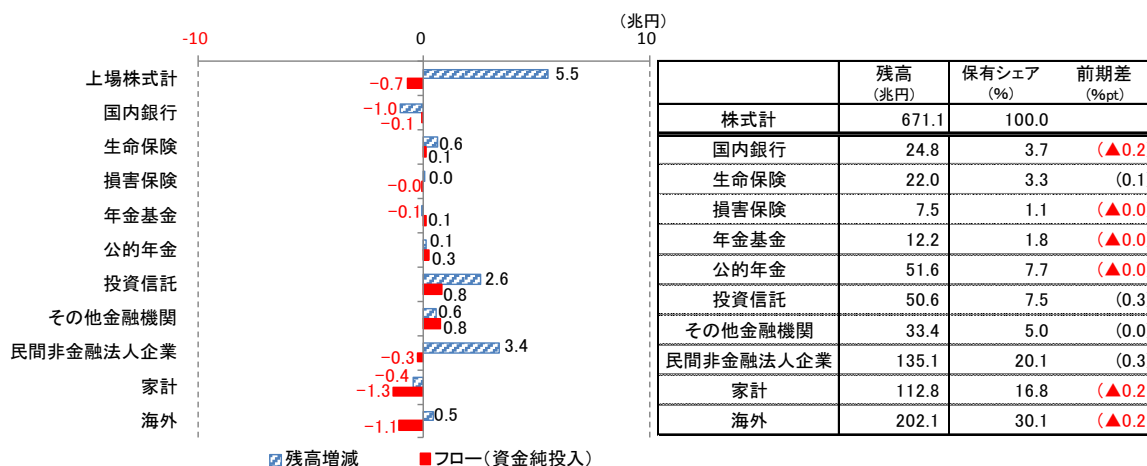
残高が増加した一方、フローは▲0.7兆円となった。主体別のフローを見ると、主な売り手は家計（▲1.3兆円）、海外（▲1.1兆円）で、主な買い手は投資信託（+0.8兆円）、その他金融機関（+0.8兆円）であった。家計は株価が下落した1-3月期に買い越し超であったことから、4-6月期は株価上昇を受けた利益確定のための売却が増えたものと考えられる。

2018年6月末時点での主体別の保有シェアは、海外(30.1%)、民間非金融法人企業(20.1%)、家計(16.8%)の順に高い（図表12、13）。保有シェアの前期比の変動を見ると投資信託が+0.3%pt上昇、民間非金融法人企業が+0.3%pt上昇する一方、家計と海外はそれぞれ▲0.2%pt低下した。海外投資家は2四半期連続でシェアが低下している。

2018年7-9月期においても、海外と家計は引き続き売り越し超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、2018年7月から9月にかけて、海外投資家が▲0.2兆円の売り越し、個人が▲1.3兆円の売り越しとなっている。

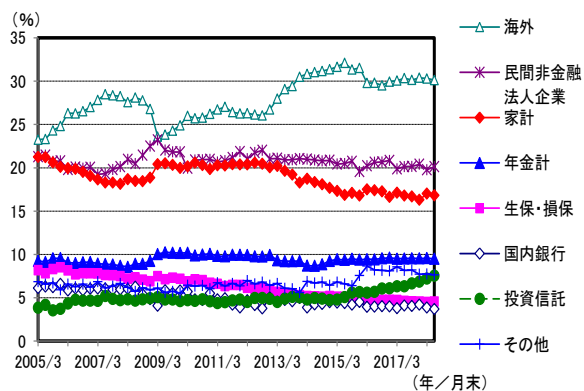
図表 12 株式（上場）の主体別保有状況（2018年4-6月期）（左図：フロー等、右図：残高）



(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

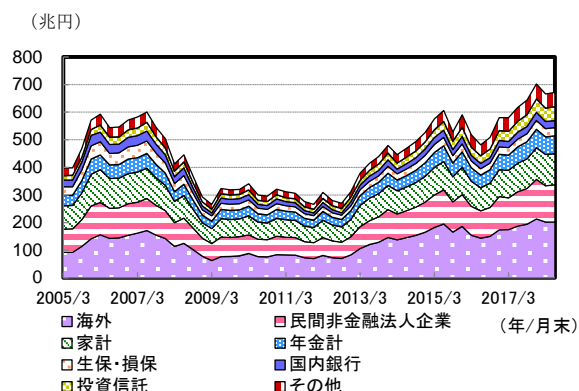
図表 13 株式（上場）の主体別保有シェア推移



(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

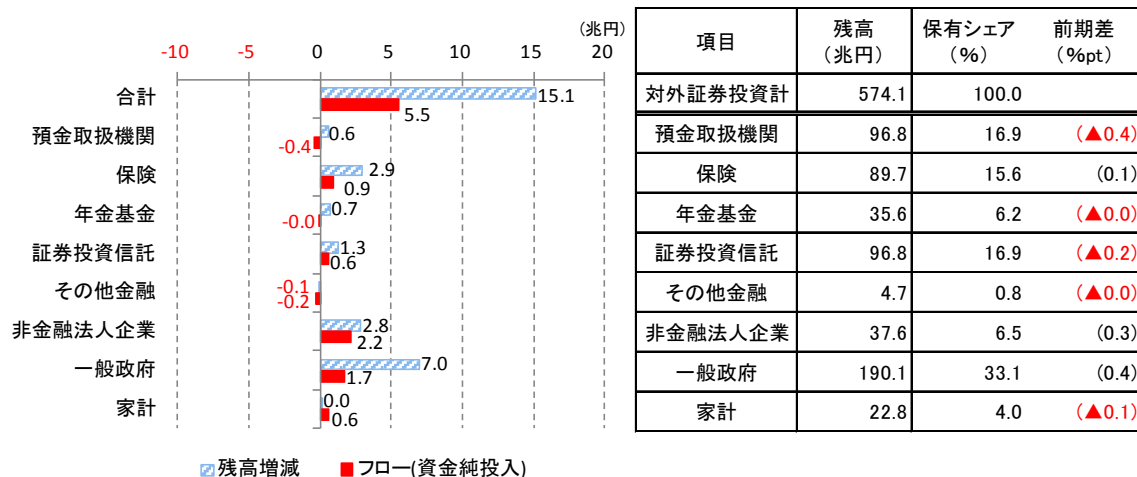
(3) 対外証券投資

円安などの影響含む資産価格上昇が見られる

対外証券投資残高は 574.1 兆円（前期差+15.1 兆円）と増加した（図表 15）。フローで見ると +5.5 兆円の取得超となっていることから、円安などの影響を含む資産価格上昇が残高増加に大きく寄与している。主体別の残高を見ると一般政府が最も増加し（前期差+7.0 兆円）、次いで保険（同+2.9 兆円）、非金融法人企業（同+2.8 兆円）となっている。これらの主体はフローでもプラスとなっている一方、預金取扱機関は 3 四半期連続の処分超となっている。

各主体がどのような資産に投資したかは、国際収支統計（対外証券投資）の資産別（中長期債、株式・投資ファンド持分）の資金フローから確認できる⁷。2018 年 4-6 月期においては、米国長期金利の上昇を背景に預金取扱機関は中長期債を▲1.8 兆円売り越している一方、株式・投資ファンド持分の取得超幅は 2014 年以降で最大となっている（図表 16）。預金取扱機関が運用難の中、中長期債を処分し、株式・投資ファンド持分を多く取得する形となっている。一方で、生命保険は中長期債（+0.8 兆円）において取得超となっている。生命保険会社各社の 2018 年度の運用計画を見ると、国内の低金利環境が続く中、外国債券を増加させる予定の会社が多く、このことが中長期債の取得超の背景にあるかもしれない。また、年金の動きが多分に含まれると考えられる信託銀行（信託勘定）については、株式・投資ファンド持分の取得超幅が 2015 年 10-12 月期以降で最大となっていることも分かる⁸。

図表 15 対外証券投資の主体別保有状況（2018 年 4-6 月期）（左図：フロー等、右図：残高）

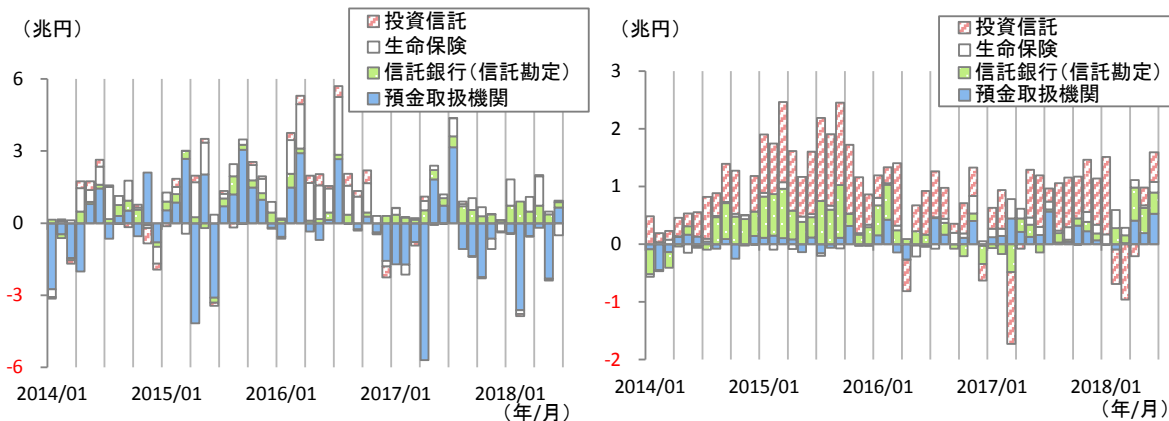


（出所）日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

⁷ 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。

⁸ 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）



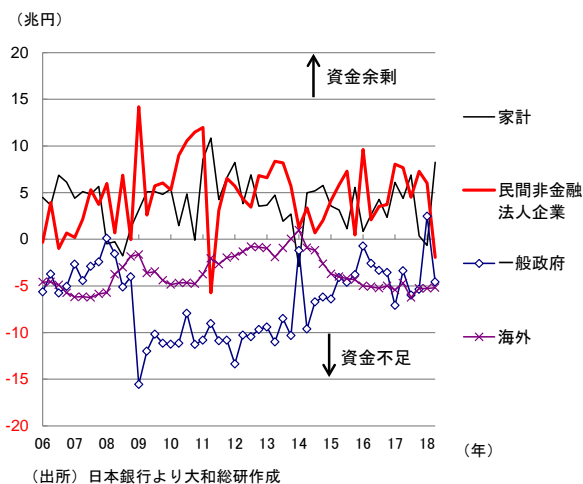
(注) 直近値は、2018年6月。
 (出所) 財務省「国際収支統計」より大和総研作成

3. 部門別資金過不足

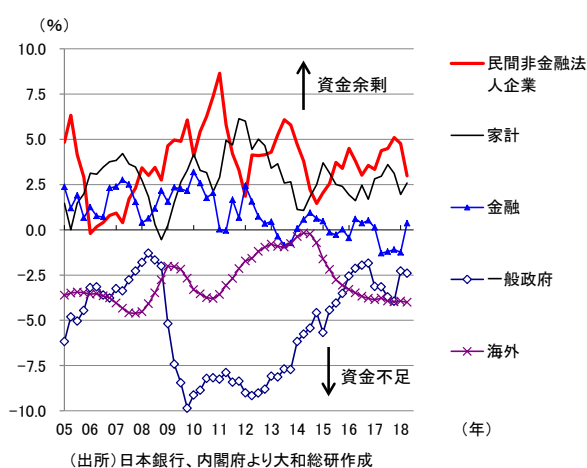
2018年4-6月期の各主体の資金過不足（季節調整値）を見ると、前期イレギュラーに資金不足となっていた家計部門が資金余剰に戻り、民間非金融法人企業と一般政府は資金不足に転じた。海外部門は資金不足のままで、前期比で不足幅は小幅縮小した（図表17）。

日銀が公表している資金過不足は、季節調整値であっても四半期ごとの増減が大きいため、名目GDP比の4四半期移動平均も確認する（図表18）。いずれの主体も大きなトレンドの変化はなく、民間非金融法人企業と家計部門の資金余剰が政府と海外部門の資金不足を補うという大きな構図に変化はない。民間非金融法人企業の資金余剰幅が縮小しており、対外直接投資や対外証券投資に向かっているとみられる。また、4-6月期は設備投資も好調であったことから、民間非金融法人企業の現金・預金の減少は、前向きな投資活動に向かった可能性がある。

図表 17 部門別資金過不足の推移（季節調整値）



図表 18 部門別資金過不足の推移（対名目GDP比、4四半期移動平均）



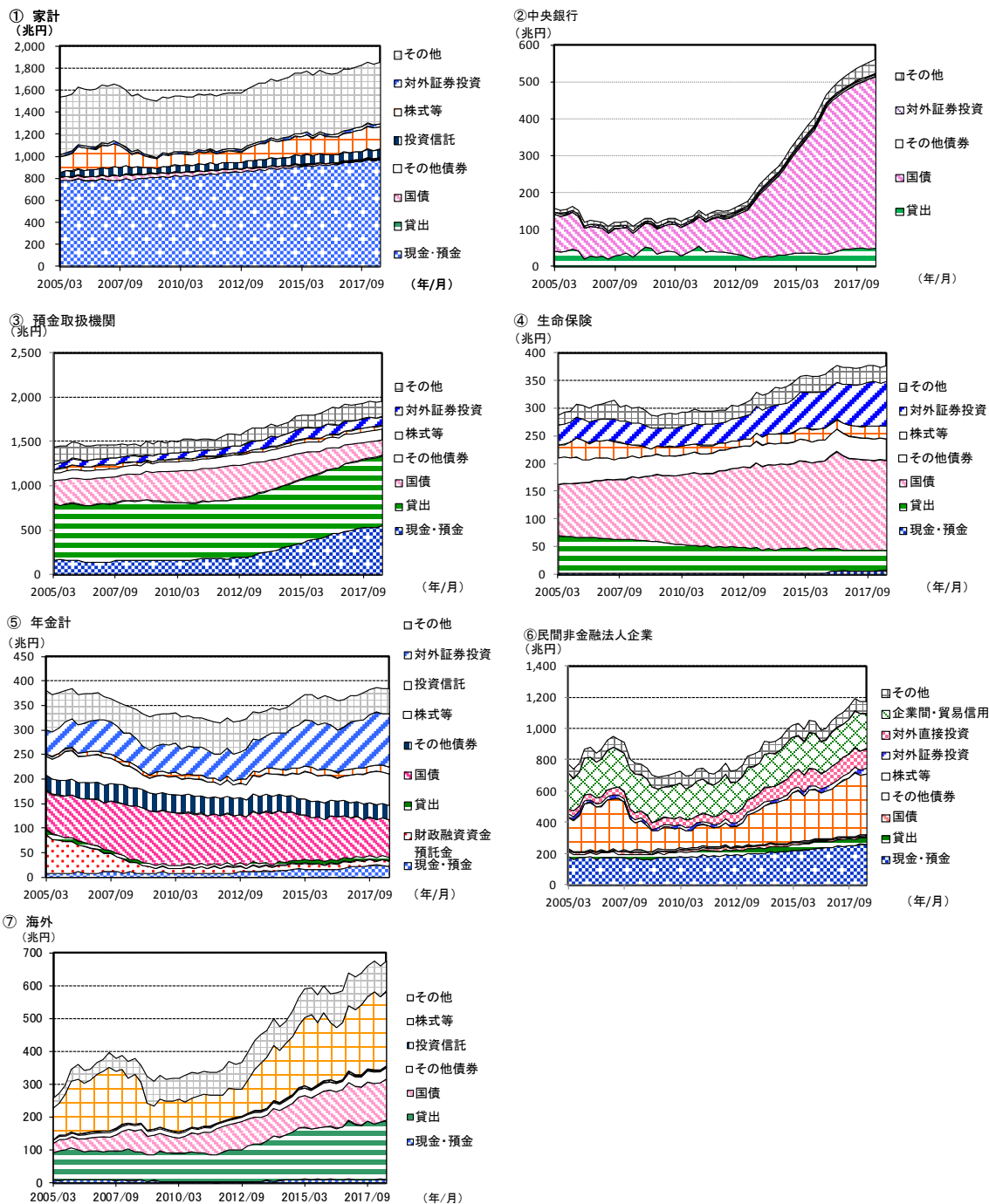
おわりに

2018年4-6月期は、株価上昇と対ドルでの円安進行によって資産価格が持ち直し、金融資産残高は増加した。株式投資では民間非金融法人企業や投資信託、対外証券投資では、公的年金や生保などで残高が増加している。家計のリスク性資産への直接的な投資は進んでいないが、企業型DCでデフォルト商品に投信を設定する動きが広がり、企業年金等の投信を経由したリスク性資産の保有が本格的に増えるかどうか注目される。また、民間非金融法人企業の投資行動は海外投資中心に堅調で、資金調達も積極化した可能性がある。

次回、2018年7-9月期の資金循環統計は2018年12月21日に公表される予定である。9月末時点の株式相場は2018年6月末比で上昇しており、保有株式の評価額は上昇していることが予想される。また、日銀は7月に「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」を決定し、金融政策の修正を施し、債券利回りは長めの年限を中心に上昇した。4-6月期に、中央銀行の国債・財投債の買越額はすでに縮小しており、一方で大幅に国債・財投債を手放した預金取扱機関等の動きが注目されよう。

対外証券投資は、民間非金融法人企業や生保、公的年金を中心に引き続き活発だが、欧米の金融政策が引き締め方向に向かう中で、8月にトルコ・リラが急落するなど、新興国からの資金流出への懸念が高まっている。さらに米中間の貿易摩擦といった国際的な懸念材料もくすぶる中で、各主体の投資行動を確認していきたい。

<参考図表> 主体別金融資産残高 (2005年3月末~2018年6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