

金融 IT フォーカス

2014.12

特別号

金融資産連関2014

—量的・質的金融緩和が資金の流れに与えた影響—

金融資産連関2014

—量的・質的金融緩和が資金の流れに与えた影響—

金融資産連関表	2
第1章 金融資産連関表の特徴と今回の着目点	4
金融資産連関表の特徴	
日銀の「量的・質的金融緩和」の概要	
日銀による国債買入れと、ポートフォリオ・リバランスの有無に着目	
第2章 QQEが資金フローに与えた影響	6
量的・質的金融緩和（QQE）における国債買入れ： 国債市場における日銀のプレゼンスが大幅に向上	
日銀以外の投資家による国債保有の変化： 銀行による国債保有の縮小が目立つ	
生命保険会社や年金による国債保有には大きな変化は見られない	
銀行貸出への影響： QQEとの関係は不明だが全体としては増加傾向にある	
国債以外の有価証券投資： 2013年度中だけ見れば対外証券投資は縮小	
家計によるリスク資産投資の動向： リスク資産へのシフトは道半ば	
おわりに： 今後は、金融政策だけではなく成長戦略の効果にも期待	

金融資産連関表

前年差		銀行等		前年差	
(71.9)	現金・預金	277.4	預金	(30.6)	
(9.3)	貸出	685.6	流動性預金	(25.4)	①
(25.2)	民間金融機関貸出	655.8	定期性預金	(8.2)	②
(3.8)	住宅貸付	161.0	譲渡性預金	(2.2)	
(0.8)	消費者信用	11.3	外貨預金	(-0.8)	③
(20.7)	企業・政府等向け	483.5	借入	(2.0)	
(-16.0)	その他	29.7	金融債	(-1.4)	④
(-44.3)	株式以外の有価証券	460.3	その他	(-13.7)	
(-17.1)	国庫短期証券	34.5			
(-28.4)	国債・財融債	286.2			
(-1.6)	CP	3.4			
(0.4)	その他債券	118.8			
(2.1)	投資信託受益証券	9.7			
(0.2)	信託受益権	1.0			
(0.1)	その他	6.7			
(0.3)	株式	20.5			
(-8.4)	金融派生商品	54.4			
(8.2)	対外投資	104.6			
(-19.7)	その他	104.9			
(17.4)	資産合計	1,707.6	負債・資本合計	1,707.6	

前年差		信託銀行		前年差	
(0.2)	貸出金	2.8	財産形成給付信託	(-0.0)	
(32.0)	有価証券	378.5	貸付信託	(-0.0)	⑥
(6.1)	国債	138.9	年金信託	(4.1)	
(0.3)	地方債	10.8	国民年金基金信託	(0.1)	
(0.6)	社債	33.2	厚生年金基金/確定給付企業年金信託	(2.3)	
(9.4)	株式	76.0	金銭信託	(2.5)	
(11.2)	外国証券	82.4	うち年金からの指定単独	(6.0)	
(4.3)	その他	37.1	うちゆうちょとかんぽからの指定単独	(0.2)	
(0.0)	投資信託有価証券	9.4	うち投資顧問からの特定運用	(12.5)	
(17.9)	信託受益権	267.1	指定合同	(0.8)	⑥
(-1.1)	金銭債権	36.6	その他	-	
(0.8)	不動産・不動産	26.0	投資信託	(13.3)	
(2.7)	コールローン	16.3	金銭信託以外の金銭的信託	(3.0)	
(1.2)	銀行勘定貸	7.5	その他の信託	(32.1)	
(1.2)	その他	107.9			
(54.8)	資産合計	852.0	負債・資本合計	852.0	

前年差		生命保険		前年差	
(-0.1)	現金・預金	2.8	負債	(7.2)	
(-0.1)	コールローン	2.4	責任準備金	(7.7)	
(-0.1)	買入金銭債権	2.5	団体年金	(0.9)	
(0.1)	金銭的信託	1.9	国民年金基金保険	(0.0)	
(10.0)	有価証券	215.7	厚生年金基金/確定給付企業年金保険	(0.9)	
(5.0)	国債	97.3	企業年金保険	(0.0)	
(-0.4)	地方債	4.8	団体生存保険	(0.0)	
(-0.2)	社債	18.5	団体保険	(-0.0)	
(1.3)	株式	18.0	個人保険	(7.0)	⑦
(5.1)	外国証券	60.2	その他保険料積立金	(0.3)	
(-0.8)	その他	16.8	個人年金	(-1.0)	⑨
(-0.5)	貸付	27.1	危険準備金	(0.5)	
(-0.1)	有形固定資産	6.2	その他負債	(-0.5)	
(-0.1)	その他	5.0	資本	(1.8)	
(9.0)	資産合計	263.5	負債・資本合計	263.5	

前年差		投資顧問		前年差	
(13.7)	投資一任契約資産+自己運用資産	168.4	投資一任契約	168.2	(13.7)
(5.4)	国内運用	91.4	国内顧客	140.7	(10.5)
(8.1)	株式	36.8	公的年金	78.4	(11.4)
(-1.9)	公社債	47.7	私的年金	26.4	(1.1)
(-0.8)	不動産関連有価証券	3.7	その他	35.9	(-2.1)
(0.1)	短期資産等	3.2	海外顧客	23.9	(4.1)
(8.3)	海外運用	77.0	年金	2.1	(0.5)
(5.3)	株式	26.5	その他	21.7	(3.6)
(3.4)	公社債	39.8			
(0.0)	信託受益権	0.0			
(-0.4)	短期資産等	10.7			
(0.3)	助言資産	29.5	ファンドの自己運用	0.2	(0.0)
			投資助言契約	29.5	(0.3)
			国内顧客	23.1	(1.3)
			公的年金	0.0	(0.0)
			私的年金	2.2	(0.2)
			年金以外	21.0	(1.0)
			海外顧客	3.5	(0.0)
			年金	0.8	(0.1)
			年金以外	2.7	(-0.1)
(14.1)	運用・助言資産合計	197.9	契約資産合計	197.9	(14.1)

前年差		投資信託		前年差	
(-0.1)	現金・預金	0.6	証券投資信託	117.2	(12.6)
(1.1)	貸出	8.2	株式投信	101.9	(10.3)
(0.6)	株式以外の有価証券	16.0	公社債投信	15.4	(2.2)
(0.6)	国庫短期証券	6.2	うちMMF・MRF	11.0	(1.7)
(-0.9)	国債・財融債	4.7	その他	9.2	(0.6)
(1.6)	CP	1.9			
(-0.2)	その他債券	2.6			
(0.1)	債権流動化関連商品	0.5			
(4.3)	株式	21.3			
(0.0)	金融派生商品	0.3			
(4.0)	対外投資	67.7			
(3.3)	その他	12.4			
(13.2)	資産合計	126.5	負債・資本合計	126.5	(13.2)

前年差		損害保険		前年差	
(1.2)	有価証券	21.8	負債	23.1	(-0.0)
(-0.1)	貸付金	1.6	保険契約準備金	19.8	(0.0)
(-0.6)	その他	5.5	その他	3.3	(-0.0)
			資本	5.8	(0.5)
(0.5)	資産合計	28.9	負債・資本合計	28.9	(0.5)

前年差		財政融資資金		前年差	
	貸付金	140.3	預託金		
	一般会計及び特別会計	27.1	特別会計・資金預託金		
	政府関係機関	22.2	共済組合預託金		
	地方公共団体	52.1	その他預託金		
	特別法人	38.9	財投債		
	うち住宅金融支援機構	13.0	ゆうちょ銀行		
	うち都市再生機構	10.4	かんぽ生命		
	その他	0.0	GPIF		
	有価証券	5.9	金融市場		
	国債	5.0	その他		
	特別法人債券	0.6			
	外国債	0.0			
	信託受益権等	0.2			
	現金	0.2			
	その他	0.3			
	資産合計	146.6	負債・資本合計		

前年差		年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF)		前年差	
	総合勘定	126.6	総合勘定		
	運用資産	126.6	預託金		
	運用委託	90.5	厚生年金		
	信託銀行	55.3	国民年金		
	投資顧問	35.1	その他		
	自家運用	28.0			
	(うち運用有価証券信託)	12.7			
	財投債	8.1			
	その他	0.0			
	資産合計	126.6	負債・資本合計		

- 出所)
- 「資金循環統計(確報)」 2014年9月 日本銀行
 - 「平成25年度財政融資資金運用報告書」 財務省理財局
 - 「平成25事業年度財務諸表」 年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF)
 - 「ゆうちょ銀行 ディスクロージャー誌 2014」
 - ディスクロージャー誌 「かんぽ生命の現状 2014」
 - 生命保険会社各社公表資料
 - 「年金情報」 格付投資情報センター
 - 信託協会発表資料
 - 日本投資顧問業協会発表資料
 - 日本損害保険協会発表資料
 - 国民年金基金連合会発表資料
 - 社会保険審議会年金数理部会資料
 - 各共済組合発表資料
 - 野村総合研究所推計

NRI金融資産連関の記載内容に関して十分な精査をしておりますが、その内容を当社が保証するものではありません。また、当社の許可なく内容を複製、転載して社外に提供することはできません。

© 2014 Nomura Research Institute, Ltd. All Rights Reserved.

(2014年3月末現在 単位：兆円)

41.4
33.7
4.1
3.6
104.2
23.6
3.7
8.1
68.8
1.0
146.6

ゆうちょ銀行			
現金預け金	19.5	貯金	176.6
金銭の信託	2.9	流動性預金	60.2
有価証券	166.1	定期性預金	116.2
国債	126.4	その他の預金	0.3
うち財投債	23.6	その他	25.9
地方債	5.6		
社債	11.4		
その他の証券	22.7		
貸出金	3.1		
その他	11.0		
資産合計	202.5	負債・資本合計	202.5

かんぽ生命			
預金	1.7	保険契約準備金	80.8
金銭の信託	0.6	支払備金	0.8
有価証券	69.4	責任準備金	77.7
国債	52.5	契約者配当準備金	2.2
うち財投債	3.7	その他	6.3
地方債	9.2		
社債	6.4		
株式	0.0		
外国証券	1.2		
貸付金	11.0		
その他	4.4		
資産合計	87.1	負債・資本合計	87.1

厚生年金			
預託金	109.0	積立金	109.0
GPIF	109.0		
預託金合計	109.0	積立金合計	109.0

国民年金			
預託金	7.4	積立金	7.4
GPIF	7.4		
預託金合計	7.4	積立金合計	7.4

共済			
財政融資資金預託金	4.1	地方公務員等 (2012年度末)	36.8
うち国家公務員	4.1	国家公務員	7.3
うち地方公務員等	0.0	私立学校教職員	3.5
運用資産	43.8	農林漁業団体職員	0.3
運用資産合計	47.9	積立金合計	47.9

国民年金基金			
委託	3.2	積立金	3.2
信託銀行	1.5		
生命保険	0.0		
投資顧問	1.7		
運用資産合計	3.2	積立金合計	3.2

中小企業退職金共済制度			
有価証券	2.2	積立金	4.3
金銭の信託	1.8		
生命保険	0.2		
その他	0.1		
運用資産合計	4.3	積立金合計	4.3

小規模企業共済制度			
有価証券等	7.6	積立金	8.3
生命保険	0.3		
融資経理貸付金	0.4		
運用資産合計	8.3	積立金合計	8.3

厚生年金基金 / 確定給付企業年金			
信託 (除く特金)	22.6	積立金	62.7
年金信託	20.7	厚生年金基金	26.8
給付専用ファンド	0.1	確定給付企業年金	35.9
年金指定単	1.8	規約型	20.9
生保	15.3	基金型	15.0
一般勘定	12.3		
特別勘定	3.0		
投資一任勘定	24.8		
運用資産合計	62.7	積立金合計	62.7

家計			前年差
現金・預金	864.5		(17.1)
現金	55.5		(1.7)
流動性預金	337.4		(14.8)
銀行等	277.2		(14.5)
ゆうちょ銀行	60.2		(0.2)
定期性預金	465.6		(0.8)
銀行等	349.5		(0.5)
ゆうちょ銀行	116.2		(0.3)
外貨預金	5.9		(-0.2)
その他	0.0		(0.0)
株式以外の有価証券	107.8		(4.4)
国債・財融債	21.0		(-3.2)
金融債	0.2		(-0.3)
事業債	3.9		(0.4)
その他債券	1.7		(-0.1)
投資信託受益証券	78.5		(7.3)
信託受益権	2.5		(0.4)
その他	0.0		(0.0)
株式・出資金	144.5		(22.3)
うち株式	83.5		(7.0)
金融派生商品	0.5		(-0.2)
保険・年金準備金	440.2		(7.5)
保険準備金	236.1		(4.0)
生保	192.9		(3.2)
共済	37.0		(1.1)
民間損保	6.2		(-0.4)
その他損保	0.0		(0.0)
年金準備金	204.1		(3.5)
生保	69.7		(-0.0)
共済	9.4		(-0.0)
企業年金	106.8		(2.5)
その他年金	18.2		(1.0)
預け金	11.2		(0.2)
未収・未払金	34.2		(1.1)
対外証券投資	10.9		(2.9)
その他	10.6		(0.8)
資産合計	1,624.4		(56.0)

民間非金融法人企業			前年差
現金・預金	232.7		(8.9)
現金	23.8		(0.7)
流動性預金	139.0		(7.3)
定期性預金	48.2		(1.7)
外貨預金	7.1		(1.2)
譲渡性預金	14.5		(-2.0)
貸出	40.9		(3.6)
株式以外の有価証券	32.5		(2.4)
国債・財融債	9.2		(1.5)
CP	1.5		(0.8)
金融債	0.8		(0.3)
事業債	2.1		(0.3)
その他債券	5.5		(0.4)
投資信託受益証券	3.7		(1.6)
信託受益権	2.8		(0.6)
債権流動化関連商品	6.9		(-3.2)
その他	0.0		(0.0)
株式・出資金	239.0		(69.0)
うち株式	99.5		(16.3)
金融派生商品	2.3		(0.3)
預け金	32.5		(0.6)
企業間・貿易信用	212.4		(6.3)
未収・未払金	12.4		(0.8)
対外投資	120.3		(18.4)
その他	20.9		(-5.0)
資産合計	946.0		(105.4)

公的機関 (除く年金)			前年差
現金・預金	53.3		(1.5)
現金	0.0		(-0.1)
流動性預金	22.5		(1.1)
定期性預金	17.8		(0.6)
外貨預金	1.0		(-0.1)
その他	12.1		(0.1)
財政融資資金預託金	25.7		(-3.3)
貸出	42.1		(-0.1)
株式以外の有価証券	27.9		(5.1)
国債・財融債	3.3		(0.0)
国庫短期証券・CP	17.3		(4.4)
金融債	0.1		(-0.0)
事業債	1.8		(0.4)
その他債券	3.6		(0.2)
投資信託受益証券	1.1		(0.2)
信託受益権	0.7		(-0.1)
その他	0.0		(0.0)
株式・出資金	93.3		(2.0)
うち株式	1.5		(0.5)
預け金	1.8		(0.2)
未収・未払金	14.8		(1.4)
対外投資	121.7		(13.9)
その他	14.9		(2.3)
資産合計	395.4		(23.1)

対家計民間非営利団体			前年差
資産合計	50.2		(2.1)

海外			前年差
資産合計	481.4		(44.6)

126.6
116.4
109.0
7.4
10.2
126.6

金融資産連関表の特徴と今回の着目点

金融資産連関表の特徴

『金融資産連関表』(前頁に掲載)は、毎年度末時点における、経済主体間の資産・負債の関係を定量的に整理した資料である。例えば、家計が資産として保有する「預金」は銀行にとっての負債であり、家計が資産として保有する「保険準備金」は保険会社にとっての負債である。また、年金基金は家計の年金資産を負債として預かる一方で、投資顧問会社や信託銀行に対して運用を委託している。『金融資産連関表』では、こういった資産・負債の関係で表される資金の構造を、可能な限り網羅的かつ詳細に整理している。大まかな構成は図表1の通りである。右端に資金供給者として家計、民間非金融法人企業、公的機関などが掲載されており、それらが保有する金融資産が、銀行や保険会社、年金基金、投資信託会社などの金融機関によって運用されている。

野村総合研究所では1998年度以降、毎年『金融資産連関表』を作成してきたが、いくつかの課題も明らかになっている。まず、『金融資産連関表』はある時点におけ

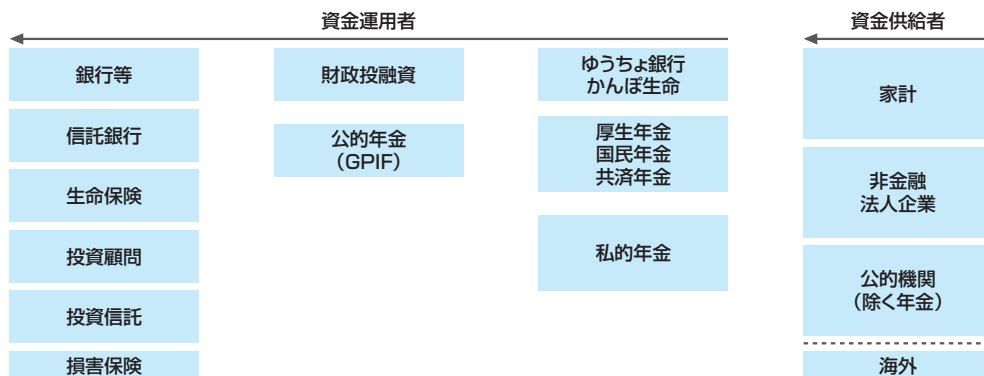
る金融構造を一覧できるという面では便利だが、一つ一つの項目が細かく、どこに着目すべきかが分かりづらいという点が挙げられる。また、前年差のデータも掲載されているが、それが時価の変動によるものか、資金の出入によるものかが区別できない。つまり、ある年の「変化」を捉えるには、必ずしも十分ではなかった訳である。

本稿は、この点を補うことを目的として、2013年度中における資金の流れの「変化」のうち、特徴的な点をまとめたものである。今回、特に着目するのは日本銀行による大規模な金融緩和による影響である。

日銀の「量的・質的金融緩和」の概要

日本銀行(日銀)は、2013年4月4日に「量的・質的金融緩和」(以下、QQE(Quantitative and Qualitative Easing)と表記)を開始した。『異次元緩和』とも呼ばれるこの政策は、現政権の経済政策「アベノミクス」の「第1の矢」として位置付けられている。その主な中身は、2年間を目標に2%の物価安定目標を達成するために、資

図表1 金融資産連関表の概要



(出所) 野村総合研究所

金供給量（マネタリーベース）を2倍に拡大する、というものである。

日銀の公表資料によれば、QQEが2%の物価安定目標を達成するまでの波及経路は、大きく分けて次の3つに整理できる（図表2）。第一に、日銀が長期国債の買入れ額を大幅に拡大し、長期金利も含めたイールドカーブ全体の低下を促す経路である。第二に、銀行や投資家に対して、ポートフォリオ・リバランスを促し、国債から国債以外の資産（貸出や社債、外債など）へシフトさせる経路である。第三に、物価安定目標を達成するまでは大規模な緩和を継続するという「強い約束」をすることで、家計や企業の物価上昇に対する期待に働きかける経路である。これらの経路により緩和的な金融環境と景気の拡大を維持し、最終的に2%の物価安定目標を達成する、というシナリオが期待されていた訳である。

日銀による国債買入れと、ポートフォリオ・リバランスの有無に着目

図表3は、日銀の総資産の推移を示したものである。日銀の総資産は、QQEの導入直後から急激に拡大していることがわかる。2012年度末、すなわちQQEの導入直前に約164兆円だった総資産が、2013年度末時点には約

図表3 日銀の総資産の推移

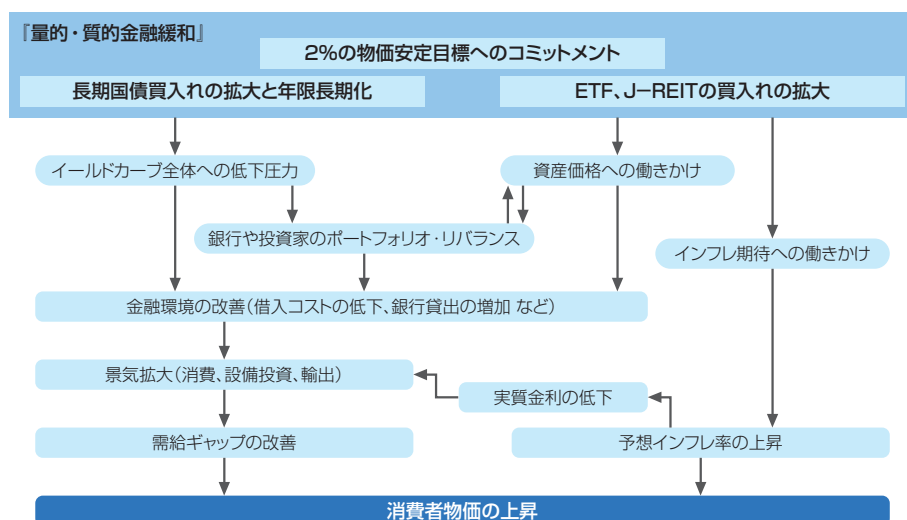


240兆円にまで達した。日銀が大規模な緩和を進め、市場に大量の資金を供給した結果である。

本稿では、資金の流れの変化に着目するという趣旨から、次の2つの観点に絞って考察する。第一に、QQEを通じた大規模な国債買入れの特徴は何か、という点である。「大規模な緩和」「国債買入れの大幅増額」と聞いても、それだけでは具体的なイメージは掴みにくいと思われる。本稿では、国債市場全体との比較感を重視しながら、日銀による国債買入れの状況をできるだけ具体的に掴むことを試みた。

第二の観点は、QQEの「波及経路」のうち、ポートフォリオ・リバランスはどの程度確認できるか（あるいはできなかったのか）、という点である。具体的には、主な機関投資家（銀行、生命保険、年金基金）による国債保有や対外証券投資、銀行貸出などに着目し、2013年度を通じた変化の有無を考察する。

図表2 QQEで想定されている波及経路



(出所) 日本銀行の資料を基に野村総合研究所作成

QQEが資金フローに与えた影響

量的・質的金融緩和 (QQE) における国債買入れ：国債市場における日銀のプレゼンスが大幅に向上

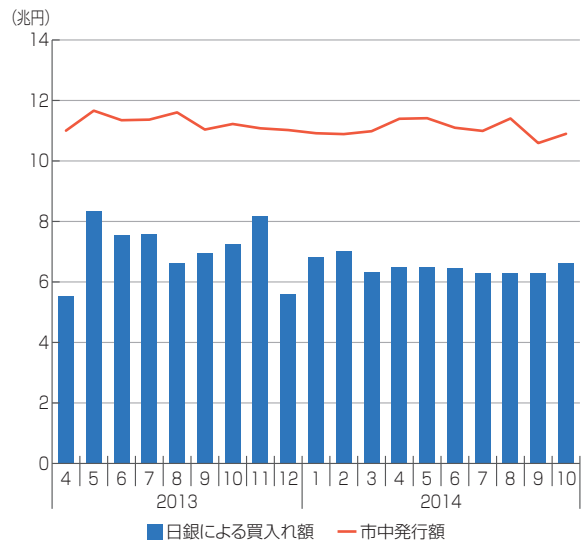
QQEが導入された2013年4月以降、日銀は長期国債を毎月6兆円から8兆円程度買入れている（図表4）。この間の長期国債の市中発行額が毎月10兆円強であるため、新規に発行された国債のおよそ7割を日銀が買入れていた計算となる。QQEが発表された直後は、この「7割」という数値が注目され、この政策の「異次元さ」が大きく取り上げられていた。

ただ、これはグロスでみた数値であり、償還を考慮したネットで見ると、QQEのインパクトが一層浮き彫りになる。図表5は、長期国債全体の発行残高と、日銀が保有する長期国債残高の増減を整理したものである（残高の増減のみでみているため、両者とも償還を考慮したネットの変化を表している）。ここからわかるように、2013年度はネットでみた日銀の買入れシェアが100%を超えている。QQEが導入される以前、いわゆる「包括緩和」（2010年10月に導入）の下でも日銀は国債保有を増加させてきたが、発行残高の増加を上回る規模の買入れを行ったのは異例のことである。

市場に供給される量を上回る規模で買入れを進めた結果、日銀の国債保有残高は大幅に増加し、2013年度末には発行残高全体に対するシェアが20%まで拡大した（図表6）。投資家部門別にみても、2013年度末には日銀は生命保険会社を抜き、銀行等に次いで2番目の保有主体となった（図表7）。

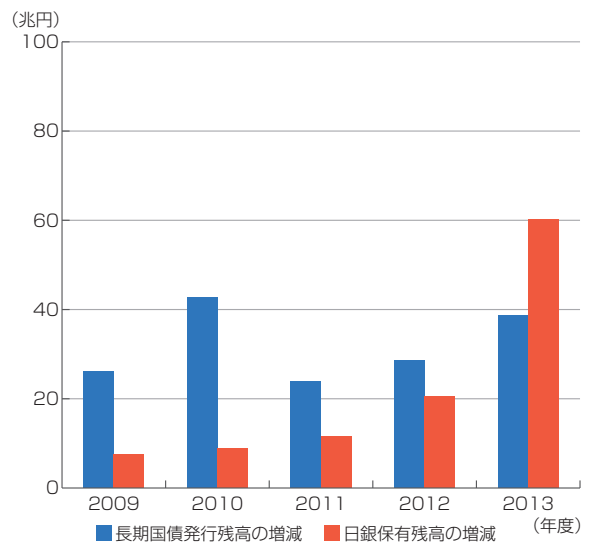
日銀による国債の保有シェアは全体では20%程度だが、残存年数によって大きく異なる。図表8は、日銀による国債保有のシェアを残存年数のゾーン別に整理したも

図表4 長期国債の市中発行額と日銀の買入れ額



(出所) 財務省、日本銀行の資料を基に野村総合研究所作成

図表5 長期国債の発行残高と日銀保有残高の増減



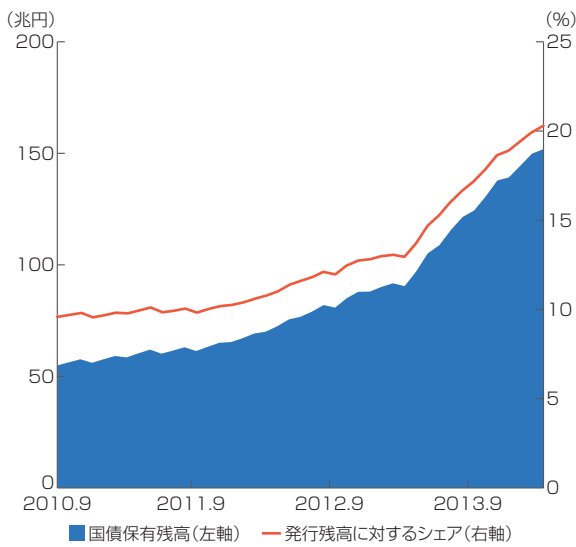
(出所) 財務省、日本銀行の資料を基に野村総合研究所作成

のだが、2013年度を通じて残存4～5年と9～10年におけるシェアを大幅に増加させたことがわかる。2013年度末の日銀の保有シェアは、4～5年で約30%、9～10年のゾーンで約40%にまで達した。これは、発行されてから日が浅い5年債や10年債を重点的に買入れたことによる¹⁾。

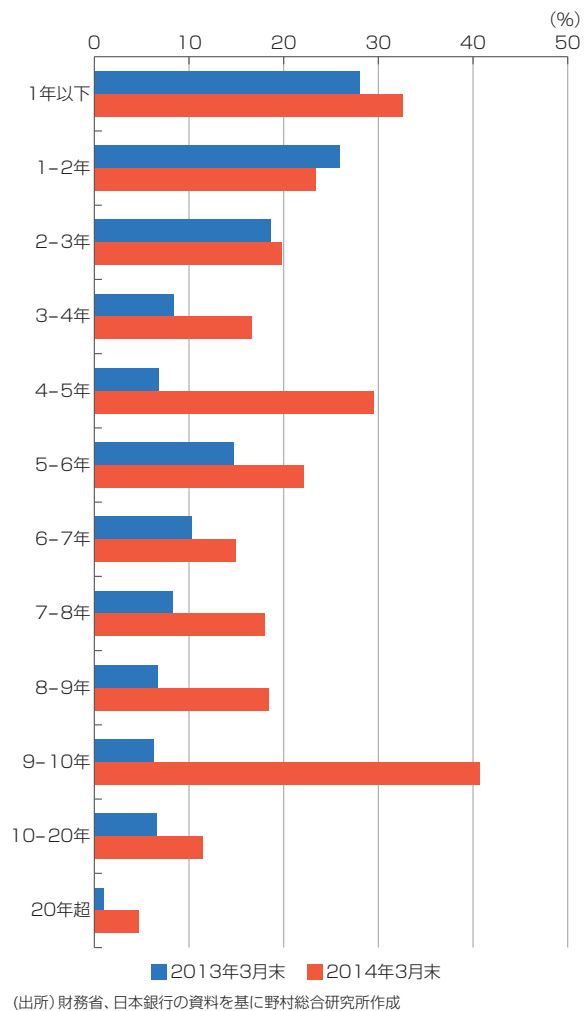
大規模な国債買入れに対しては、政府の財政規律を弛緩させる、国債市場の流動性が極端に低下し市場機能が

棄損する、出口の段階で大変な困難に陥る、といった否定的な見方も存在する。それでも、日銀が今回の政策を採用した背景には、長い年月を経てわれわれ日本人に根付いた「デフレマインド」(物価は下がる、あるいは上がらないという認識)を払拭し、日銀自身が掲げた2%の物価安定目標を達成するためには、ある種の「ショック療法」が必要だという判断があったと思われる。

図表6 日銀の国債保有残高と発行残高に対するシェア



図表8 残存年数別の日銀保有シェア



図表7 部門別の長期国債保有残高の推移

	2011	2012	2013
中央銀行	72	94	157
銀行等	309	315	286
生命保険	140	151	150
共済保険	28	33	35
年金基金	29	33	35
公的年金	69	69	66
非金融法人企業	12	7	10
家計	28	24	21
海外	31	36	35
その他	44	47	46
合計	761	808	841

(出所) 日本銀行の資料を基に野村総合研究所作成

日銀以外の投資家による国債保有の変化： 銀行による国債保有の縮小が目立つ

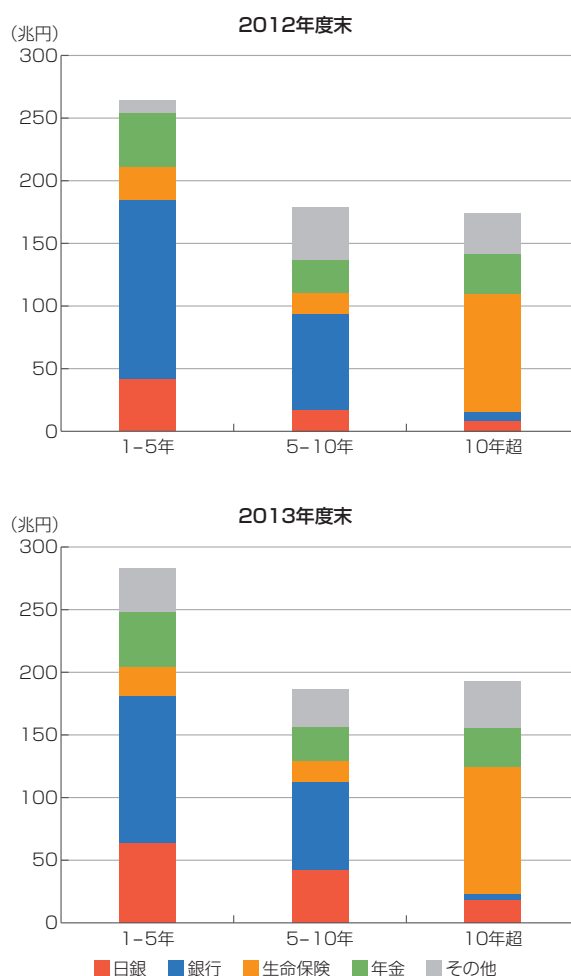
日銀が大規模な国債買入れを進める中で、他の金融機関や投資家にはどのような影響がみられるのか。まずは、主な投資家が国債保有をどう変化させたのかを確認しよう。図表9は、日本銀行及び財務省が公表する資料と、金融機関別のディスクロージャー資料を用いて、主な投資家部門毎の国債保有残高を残存年数区別に集計したものである。上段が2012年度末、下段が2013年度末の残高である。

よく指摘されるように、日本の国債市場は残存年数の区分毎に投資家の顔ぶれが異なる。残存5年以下の短期ゾーンでは銀行が主な保有者であり、10年超の超長期ゾーンでは生命保険会社による保有が大きい。その上で、2013年度中の増減をみると、日銀が大幅に買い増した裏側で、銀行が国債保有を顕著に減少させていることがわかる(図表10)。銀行は、日銀の買入れに応じる形で残存期間1年から5年までの短期ゾーンの国債を25兆円売却し、合計でも31兆円程度国債保有を縮小させている。

生命保険会社や年金による国債保有には 大きな変化は見られない

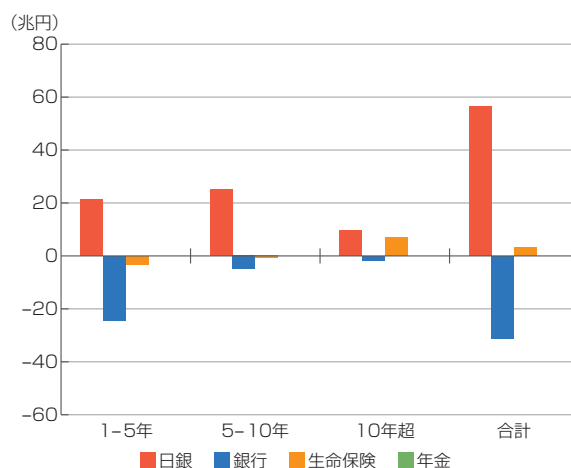
銀行以外の投資家による国債保有には大きな変化は見られない。生命保険会社は短期ゾーンで約3兆円売却し、超長期ゾーンで約8兆円買い増している。これは、生命保険会社がQQEとは関係なくALMの一環としてデュレーション調整を進めた結果だろう。年金基金については、増減は限りなくゼロに近い(図表10)。後でも触れるが、生命保険会社や年金基金については、国債保有を大きく減少させるとか、他の資産を大幅に増加させるといった「ポートフォリオ・リバランス」の動きは確認できなかった。QQEに懐疑的な識者は、「大規模な国債買入れといっても実は日銀と民間銀行の間の取引が増加したに過ぎない」と批判するが、2013年度末時点の「中間評価」としてはそういった指摘も妥当かもしれない。

図表9 投資家別・残存年数区別の国債保有残高



(注)「銀行」にはゆうちょ銀行を、「生命保険」にはかんぽ生命を含む
(出所) 財務省、日本銀行、金融機関ディスクロージャー誌を基に野村総合研究所作成

図表10 投資家別・残存年数区別の国債保有残高増減



(注)「銀行」にはゆうちょ銀行を、「生命保険」にはかんぽ生命を含む
(出所) 財務省、日本銀行、金融機関ディスクロージャー誌を基に野村総合研究所作成

銀行貸出への影響：QQEとの関係は不明だが全体としては増加傾向にある

銀行貸出残高は足元では増加しているものの、時系列で見るとQQEで期待されたポートフォリオ・リバランスの結果かどうかは判然としない。既に2010年度にはプラスに転じていたし、はっきりとした増加基調を示したのは2012年度だからだ（図表11）。その上で、貸出の中身に関して、次のような特徴点を指摘できる。

○堅調に増加する海外貸出

第一に、海外貸出が増加傾向にある。特に、2012・13年度で海外貸出が約10兆円ずつ増加している。この大半は大手行によるものだが、貸出全体の増分の3割を占めるようになった（図表11）。国内貸出の採算性には、抜本的な改善を期待しにくい中、大手行を中心に海外市場を重要な戦略分野として位置付けるようになったことが背景にある。近年では、海外へ進出した日系企業に加え、現地企業向けの貸出のシェアも高まっている。

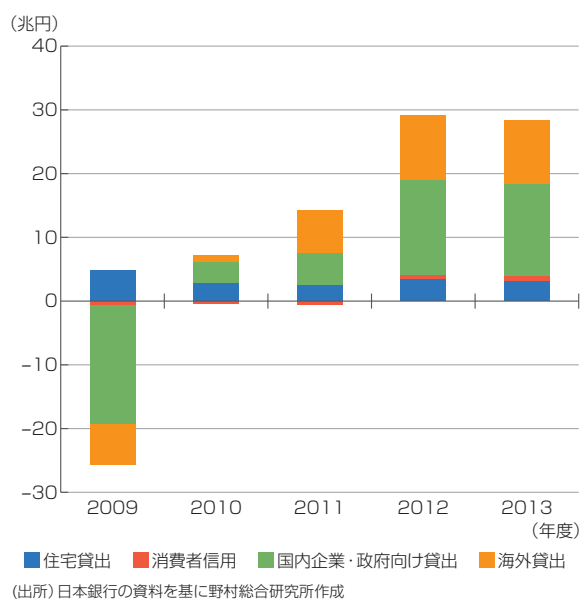
○増加に転じた国内中小企業向け貸出

第二に、国内の企業向け貸出において、2013年度に中小企業向けの貸出残高が増加に転じた（図表12）。前年度比で増加したのは実に6年ぶりである。2013年度は中小企業を含めた企業部門全体の景況感が大きく改善した年であり、QQEも含めたアベノミクス全体に対する期待感から、借入スタンスを積極化させた可能性が高い²⁾。

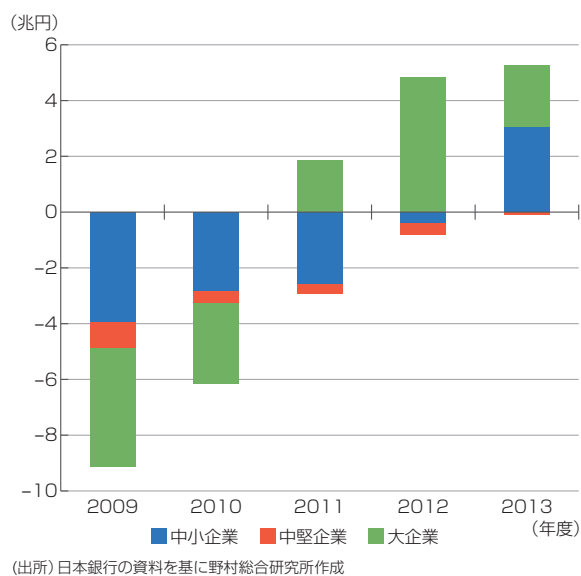
○家計の慎重さが表れた住宅ローン

第三に、住宅市場が活況だった割には、2013年度の住宅貸出はそれほど大きくは伸びていない。2013年度は、消費税増税前の駆け込み需要の影響もあり、マンション販売戸数は前年度比で+12%、戸建住宅の着工戸数は同+11%と大きく増加したが、住宅ローンの増加率は+3%に留まった³⁾。これは、家計が新しく住宅を購入する際、頭金を厚めに用意したことによると思われるが、住宅ローンの借入れに対しては慎重であることが窺える⁴⁾。

図表11 銀行貸出残高の増減



図表12 国内企業向け貸出残高の増減



国債以外の有価証券投資： 2013年度中だけ見れば対外証券投資は縮小

ポートフォリオ・リバランスの動きとして、国内機関投資家による対外証券投資も注目されていた。長期金利の一層の低下が展望される中、国債以外の投資先として外国債券が有力視されていたからである。

銀行、生命保険、年金による2013年度末の対外証券投資の残高は、前年度比で全て増加した（図表13）。ただし、これは円安によって円建ての評価額が膨らんだためであり、時価変動の影響を除いたネットの資金流入をみると、生命保険は僅かに増加させたが、銀行や年金はむしろ縮小させている（図表14）。

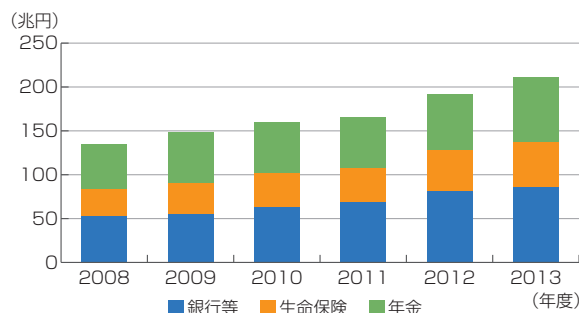
もっとも、今年度（2014年度）の第一四半期までの実績を見る限りでは、銀行と生命保険は相応に対外証券投資を増加させている⁵⁾。こういった動きが年度後半まで継続された場合、2014年度末時点ではポートフォリオ・リバランスとしてははっきりと確認できるだろう。

家計によるリスク資産投資の動向： リスク資産へのシフトは道半ば

家計の金融資産の大半は現預金が占めているが、2013年度もその傾向に変化はない。日本銀行の統計によると、2013年度中に家計が最も増加させた資産は現預金であり、その増加額は約17兆円であった。

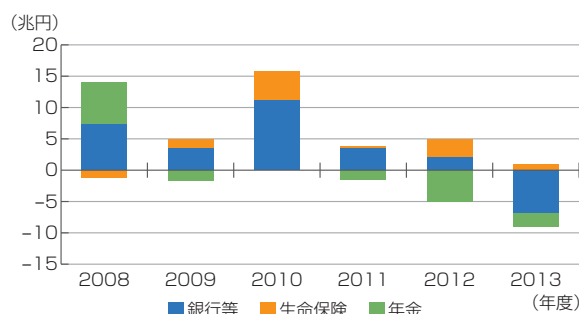
その上で、2013年度におけるリスク資産投資の状況をみると、第一に、上場株式の保有残高は、株価上昇の影響で増加しているが、ネットの資金流入はマイナスだった（図表15）。家計が上場株式を売却したのは、株高のタイミングと証券優遇税制（上場株式の譲渡益と配当等に関する軽減税率）の終了が重なったことが大きいと考えられる。第二に、2013年度中の投資信託へのネット資金流入がリーマンショック後で最大の+7兆円となった（図表16）。ただし、投資信託では純資産から分配金が支払われており、2013年度の支払総額は約5兆円に達している⁶⁾。分配金の流出を加味すると、実は投資信託への

図表13 国内機関投資家による対外証券投資残高



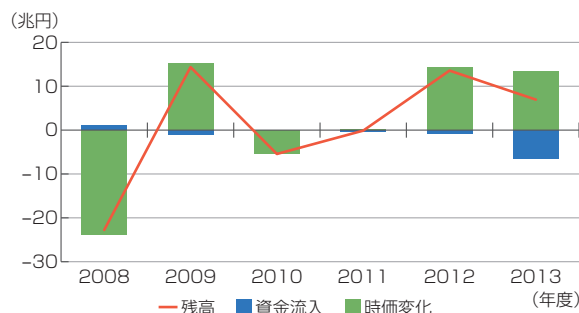
(注)「銀行」はゆうちょ銀行を、「生命保険」はかんぽ生命を含む
(出所)日本銀行の資料を基に野村総合研究所作成

図表14 時価変動の影響を除いた対外証券投資への資金流入



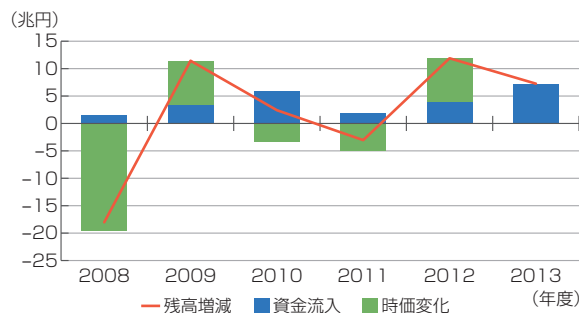
(注)「銀行」はゆうちょ銀行を、「生命保険」はかんぽ生命を含む
(出所)日本銀行の資料を基に野村総合研究所作成

図表15 個人の上場株式保有残高の増減要因



(出所)日本銀行の資料を基に野村総合研究所作成

図表16 個人の投資信託保有残高の増減要因



(出所)日本銀行の資料を基に野村総合研究所作成

資金流入は限定的なのかもしれない。上場株式にしろ、投信にしろ、総体的には「貯蓄から投資へ」はまだ道半ばであると言えそうだ。

おわりに：今後は、金融政策だけではなく成長戦略の効果にも期待

本稿では、2013年4月から始まった日本銀行の「量的・質的金融緩和」によって、資金の流れはどう変化したかに着目した考察を行った。これまでの議論をまとめると、日銀の国債買入れによる直接的な変化は顕著だった一方で、その他についてははっきりとした変化は見出しにくかった。ただ、前述の通り、銀行や生命保険会社は、本年度入り後に対外証券投資を積極化させているほか、10月31日には日銀が追加の金融緩和を決定し、長期国債やETF、J-REITの買入れ額が大幅に増加された。このため、2014年度末時点で振り返ると、2013年度以上に本稿で取り上げた箇所に明確な変化が見られる可能性が高い。

その一方で、来年度に向けてはアベノミクス「第1の矢」の金融政策だけではなく、「第3の矢」である成長戦略による変化も期待したい。もちろん、成長戦略は金融政策や財政政策とは違って即効性に欠けるため、即座に資金の流れの変化として表れる可能性は低いかもしれない。また、そもそも成長戦略とは数多くの個別具体的な施策の集合体であるため、マクロの資金フローと関連づけること自体に無理があるかもしれない。それでも、成長戦略に関するこれまでの議論を振り返ると、少なくとも次の点に関しては資金フローの変化として表れてくる可能性が高い。

第一に、公的年金改革による影響である。年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、本年10月31日に中期計画の変更を発表し、基本ポートフォリオにおける国内債券比率の引き下げと、国内株式及び海外株式比率の引き上げを決定した。GPIFの総資産は約130兆円と巨額であるため、ポートフォリオの入れ替えが進められれば、相応の規模で資金循環に影響が出てくるはずである。

第二に、個人による資産形成支援制度の影響である。2014年1月から少額投資非課税制度(NISA)が開始されたが、先に述べたように3月末時点のデータではその効果はまだ確認できなかった。しかし、金融庁の調査結果によると、本年6月時点で開設口座数が約727万口座、総買付額が約1兆5,631億円まで達しており、制度が着実に定着している様子が窺える⁷⁾。この傾向が本年度末にかけて続けば、家計によるリスク資産投資の拡大が確認できるだろう。

- 1) 日本銀行は月に3回、保有する長期国債の銘柄別残高をホームページで公表している。
- 2) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」(いわゆる「短観」)によると、2013年3月調査では-12ポイントだった業況判断指数(中小企業)は、2014年3月調査の段階で+7ポイントまで改善した。
- 3) 国土交通省「建築着工統計」及び不動産経済研究所「全国マンション市場動向」による。
- 4) 平成24年1月1日から平成26年12月31日に実施されている「住宅取得等資金の贈与税の非課税制度」も影響した可能性もある。この制度は、父母や祖父母など直系尊属から住宅購入資金の贈与を受けた場合、贈与額のうち一定額が非課税になるというものだ。国税庁の統計によれば、2012年度にこの制度を用いて贈与された金額は約6,200億円であった。
- 5) 日本銀行「資金循環統計」の速報値によると、2014年4-6月期における生命保険会社及び銀行等の対外証券投資へのネット流入額はそれぞれ+1.7兆円、+7,000億円であった。
- 6) 野村総合研究所「日本の資産運用ビジネス2014/2015」を参照。
- 7) 金融庁「NISA口座の開設・利用状況等調査(平成26年6月30日現在)」より。

著者紹介



竹端 克利

Katsutoshi Takehana

金融ITイノベーション研究部
主任研究員

focus@nri.co.jp

専門は、マクロ経済分析

金融資産連関2014

金融ITフォーカス特別号

発行日 2014年12月1日

発行 株式会社野村総合研究所
〒100-0005 東京都千代田区丸の内 1-6-5 丸の内北口ビル
<http://www.nri.co.jp>

発行人 小粥 泰樹

編集人 引田 健一

編集 金融ITナビゲーション推進部

デザイン 株式会社ベネクスマーケティング

印刷・製本 株式会社さとう印刷社

問い合わせ先 金融ITナビゲーション推進部
focus@nri.co.jp

本レポートのいかなる部分も、その著作権、知的財産権その他一切の権利は、株式会社野村総合研究所又はその許諾者に帰属しております。本レポートの一部または全部を、いかなる目的であれ、電子的、機械的、光学的、その他のいかなる手段によっても、弊社の書面による同意なしに、無断で複製・転載または翻訳することを禁止いたします。株式会社野村総合研究所は、本情報の正確性、完全性についてその原因のいかんを問わず一切責任を負いません。

NRI