

Financial Information Technology Focus

金融

IT

2016. 11

フォーカス

特別号

金融資産連関 2016

— マイナス金利政策導入による影響 —



CONTENTS

金融資産連関 2016

－マイナス金利政策導入による影響－

| | |
|--------------------------------|---|
| 金融資産連関表 | 2 |
| 第1章 金融資産連関表の特徴と今年の着目点 | 4 |
| 金融資産連関表の特徴 | |
| 本レポートの位置づけと今年のトピック | |
| QQE の開始からマイナス金利まで | |
| 第2章 マイナス金利の導入と金融政策の転換 | 6 |
| マイナス金利政策の導入 | |
| 消滅した MMF、保護された MRF | |
| 預金金利・貸出金利が大幅に低下 | |
| 国債の長期金利もマイナスに | |
| 銀行と生命保険会社で定着したポートフォリオ・リバランスの動き | |
| 長期金利の過度な低下に対して徐々に批判が高まる | |
| 「総括的検証」を経て金融政策の転換へ | |
| 2017 年の注目点 | |

金融資産連関表

| 前年差 | 日本銀行 | | | 前年差 |
|--------|----------|-------|--------|--------|
| (-0.2) | 貸出金 | 35.4 | 発行銀行券 | 100.3 |
| (-2.4) | 国庫短期証券 | 47.3 | 日銀当座預金 | 275.4 |
| (92.2) | 国債・財投債 | 317.1 | 政府預金 | 18.8 |
| (-0.1) | CP・社債 | 5.1 | 売現先 | 0.2 |
| (2.0) | 投資信託受益証券 | 9.2 | その他 | 36.0 |
| (-0.4) | 株式・出資金 | 2.6 | 資本金 | 0.0001 |
| (-0.3) | その他 | 14.0 | | |
| (90.8) | 合計 | 430.7 | 合計 | 430.7 |

| 前年差 | 政府部門 | | | 前年差 |
|---------|-----------|-------|-----------|--------|
| (24.7) | 現預金 | 71.0 | 財政融資資金預託金 | 36.7 |
| (-3.3) | 財政融資資金預託金 | 5.2 | 民間金融機関借入金 | 63.6 |
| (-5.6) | 貸出金 | 148.7 | 公的金融機関借入金 | 92.4 |
| (-17.2) | 買現先 | 0.0 | 売現先 | 0.2 |
| (-20.1) | 国庫短期証券 | 0.0 | 国庫短期証券 | 119.9 |
| (-0.1) | 国債・財投債 | 1.1 | 国債・財投債 | 955.2 |
| (-0.1) | 地方債 | 0.6 | 地方債 | 73.3 |
| (-0.0) | 政府関係機関債 | 0.7 | 政府関係機関債 | 0.1 |
| (-3.6) | 株式・出資金 | 74.2 | 株式・出資金 | 14.4 |
| (-13.7) | 対外証券投資 | 116.7 | その他 | 25.1 |
| (3.2) | その他 | 30.7 | 資産・負債差額 | -932.0 |
| (-35.9) | 合計 | 448.9 | 合計 | 448.9 |

| 海外 | | |
|----------|-------|--|
| 直接投資 | 103.6 | |
| アメリカ合衆国 | 33.5 | |
| 英国 | 10.0 | |
| 中華人民共和国 | 8.6 | |
| オランダ | 8.1 | |
| オーストラリア | 5.8 | |
| シンガポール | 4.1 | |
| タイ | 3.4 | |
| ブラジル | 2.0 | |
| 香港 | 2.0 | |
| 大韓民国 | 1.8 | |
| インドネシア | 1.7 | |
| ドイツ | 1.6 | |
| ケイマン諸島 | 1.6 | |
| インド | 1.5 | |
| ベルギー | 1.4 | |
| ベトナム | 1.2 | |
| カナダ | 1.2 | |
| その他の国・地域 | 14.3 | |
| 証券投資 | 423.2 | |
| 株式 | 68.1 | |
| アメリカ合衆国 | 36.5 | |
| 英国 | 4.6 | |
| スイス | 2.6 | |
| フランス | 2.4 | |
| ドイツ | 2.3 | |
| オーストラリア | 1.9 | |
| カナダ | 1.7 | |
| その他の国・地域 | 16.1 | |
| 投資ファンド持分 | 85.6 | |
| ケイマン諸島 | 53.7 | |
| アメリカ合衆国 | 10.8 | |
| ルクセンブルク | 10.5 | |
| フランス | 1.1 | |
| 英国 | 0.6 | |
| オーストラリア | 0.6 | |
| シンガポール | 0.4 | |
| その他の国・地域 | 7.8 | |
| 債券 | 269.5 | |
| アメリカ合衆国 | 117.7 | |
| フランス | 23.3 | |
| ケイマン諸島 | 19.7 | |
| 英国 | 15.4 | |
| オーストラリア | 13.0 | |
| ドイツ | 12.9 | |
| オランダ | 12.9 | |
| その他の国・地域 | 54.6 | |
| 金融派生商品 | 45.0 | |
| 貸付 | 126.3 | |
| 外貨準備 | 148.6 | |
| その他資産 | 102.1 | |
| 対外資産合計 | 948.7 | |

| 前年差 | 銀行等 | | | 前年差 |
|---------|------------|---------|---------|---------|
| (74.3) | 現金・預金 | 428.5 | 預金 | 1,362.6 |
| (9.3) | 貸出 | 719.4 | 流動性預金 | 596.9 |
| (8.6) | 民間金融機関貸出 | 689.9 | 定期性預金 | 700.5 |
| (2.8) | 住宅貸付 | 166.7 | 譲渡性預金 | 37.0 |
| (0.9) | 消費者信用 | 13.0 | 外貨預金 | 28.2 |
| (4.9) | 企業・政府等向け | 510.2 | 借入 | 235.2 |
| (0.7) | その他 | 29.4 | 金融債 | 11.3 |
| (-42.8) | 株式等以外の有価証券 | 383.9 | その他 | 216.0 |
| (-6.9) | 国庫短期証券 | 8.8 | | |
| (-38.2) | 国債・財投債 | 232.9 | | |
| (1.4) | 地方債 | 33.8 | | |
| (-0.4) | CP | 3.2 | | |
| (-0.7) | その他債券 | 78.4 | | |
| (3.1) | 投資信託受益証券 | 18.0 | | |
| (0.4) | 信託受益権 | 1.8 | | |
| (-1.4) | その他 | 6.9 | | |
| (-4.5) | 株式等 | 33.6 | | |
| (-13.2) | 金融派生商品 | 63.9 | | |
| (0.8) | 対外直接投資 | 22.5 | | |
| (2.0) | 対外証券投資 | 122.9 | | |
| (22.2) | その他 | 73.0 | | |
| (47.3) | 資産合計 | 1,825.1 | 負債・資本合計 | 1,825.1 |

| 信託銀行 | | | | |
|---------|----------|-------|--------------|-------|
| (1.1) | 貸出金 | 4.3 | 資産運用型信託 | 123.5 |
| (10.4) | 有価証券 | 414.7 | 金銭信託 | 33.4 |
| (-17.7) | 国債 | 109.6 | 年金信託 | 40.0 |
| (-0.5) | 地方債 | 10.6 | 金銭信託以外の金銭の信託 | 1.6 |
| (-1.7) | 社債 | 32.3 | 有価証券の信託 | 44.9 |
| (14.8) | 株式 | 101.9 | その他 | 3.3 |
| (10.7) | 外国証券 | 111.6 | 資産管理型信託 | 778.4 |
| (4.7) | その他 | 48.7 | 金銭信託 | 92.7 |
| (-1.3) | 投資信託有価証券 | 9.4 | 年金信託 | 45.5 |
| (38.0) | 信託受益権 | 327.1 | 投資信託 | 166.5 |
| (-0.1) | 金銭債権 | 36.5 | 金銭信託以外の金銭の信託 | 20.7 |
| (2.5) | 不動産・不動産 | 31.5 | 再信託 | 347.0 |
| (-17.4) | コールローン | 3.8 | その他 | 105.8 |
| (3.4) | 銀行勘定貸 | 37.5 | 資産流動化型信託 | 65.8 |
| (-4.3) | その他 | 124.6 | その他 | 21.4 |
| (56.0) | 資産合計 | 989.3 | 負債・資本合計 | 989.3 |

| 生命保険 | | | | |
|--------|--------|-------|-------------------|-------|
| (1.9) | 現金・預金 | 7.5 | 負債 | 343.8 |
| (-2.4) | コールローン | 1.3 | 責任準備金 | 315.5 |
| (-0.3) | 買入金銭債権 | 2.5 | 団体年金 | 33.7 |
| (0.4) | 金銭の信託 | 3.7 | 国民年金基金保険 | 0.0 |
| (1.1) | 有価証券 | 300.5 | 厚生年金基金/確定給付企業年金保険 | 16.2 |
| (-0.2) | 国債 | 148.6 | 企業年金保険 | 17.0 |
| (-0.4) | 地方債 | 13.5 | 団体生存保険 | 0.5 |
| (0.5) | 社債 | 25.4 | 団体保険 | 0.3 |
| (-2.9) | 株式 | 19.8 | 個人保険 | 160.9 |
| (5.4) | 外国証券 | 78.7 | その他保険料積立金 | 50.4 |
| (-1.4) | その他 | 14.6 | 個人年金 | 63.7 |
| (-1.8) | 貸付 | 35.0 | 危険準備金 | 6.5 |
| (-0.1) | 有形固定資産 | 6.3 | その他負債 | 28.3 |
| (1.2) | その他 | 10.5 | 資本 | 23.4 |
| (-0.1) | 資産合計 | 367.2 | 負債・資本合計 | 367.2 |

| 損害保険 | | | | |
|--------|------|------|---------|------|
| (-0.5) | 有価証券 | 23.1 | 負債 | 24.0 |
| (0.0) | 貸付金 | 1.9 | 保険契約準備金 | 20.0 |
| (0.3) | その他 | 5.8 | その他 | 4.0 |
| (-0.1) | 資産合計 | 30.9 | 負債・資本合計 | 30.9 |

| 投資顧問 | | | | |
|--------|-----------------|-------|-----------|-------|
| (0.1) | 投資一任契約資産+自己運用資産 | 199.4 | 投資一任契約 | 195.7 |
| (1.8) | 国内運用 | 101.9 | 国内顧客 | 167.5 |
| (-1.9) | 株式 | 49.9 | 公的年金 | 93.8 |
| (4.1) | 公社債 | 43.9 | 私的年金 | 25.1 |
| (-0.2) | 不動産関連有価証券 | 3.7 | その他 | 48.6 |
| (-0.3) | 短期資産等 | 4.4 | 海外顧客 | 28.2 |
| (-1.7) | 海外運用 | 97.5 | 年金 | 2.0 |
| (-0.7) | 株式 | 36.4 | その他 | 26.2 |
| (0.6) | 公社債 | 48.8 | | |
| (0.0) | 信託受益権 | 0.0 | | |
| (-1.6) | 短期資産等 | 12.4 | | |
| (8.8) | 助言資産 | 38.8 | ファンドの自己運用 | 0.1 |
| | | | 投資助言契約 | 38.8 |
| | | | 国内顧客 | 34.7 |
| | | | 公的年金 | 0.0 |
| | | | 私的年金 | 2.2 |
| | | | 年金以外 | 32.4 |
| | | | 海外顧客 | 4.1 |
| | | | 年金 | 0.4 |
| | | | 年金以外 | 3.8 |
| (8.9) | 運用・助言資産合計 | 238.2 | 契約資産合計 | 234.6 |

| 投資信託 | | | | |
|--------|------------|-------|-----------|-------|
| (2.9) | 現金・預金 | 3.7 | 証券投資信託 | 156.0 |
| (-4.8) | 貸出 | 4.2 | 株式投資 | 139.4 |
| (-7.1) | 株式等以外の有価証券 | 13.5 | 公社債投資 | 16.6 |
| (-0.6) | 国庫短期証券 | 1.5 | うちMMF・MRF | 11.4 |
| (-0.4) | 国債・財投債 | 4.8 | その他 | 10.7 |
| (-0.4) | CP | 2.6 | | |
| (0.8) | その他債券 | 4.0 | | |
| (-0.0) | 債権流動化関連商品 | 0.6 | | |
| (1.3) | 上場株式 | 28.9 | | |
| (0.0) | 金融派生商品 | 0.4 | | |
| (0.9) | 対外証券投資 | 81.8 | | |
| (16.9) | その他 | 33.6 | | |
| (9.8) | 資産合計 | 166.8 | 負債・資本合計 | 166.8 |

出所

- 「資金循環統計(確報)」 2016年9月 日本銀行
- 「国庫収支統計」 財務省・日本銀行
- 「平成27事業年度財務諸表」 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)
- 「平成27年度業務概況書」 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)
- 生命保険会社各公表資料
- 「年金情報」 格付投資情報センター
- 信託協会発表資料 ●国民年金基金連合会発表資料
- 日本投資顧問業協会発表資料 ●社会保険審議会年金数理部会資料
- 日本損害保険協会発表資料 ●各共済組合発表資料

注)

- 海外部門の計数は2015年12月末の値

NRI金融資産連関の記載内容に關しては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写、転載して社外に提供することはできません。

© 2016 Nomura Research Institute, Ltd. All Rights Reserved.

| 年金積立基金管理運用独立行政法人(GPIF) | | | |
|------------------------|-------|---------|-------|
| 運用資産 | 133.4 | 預託金 | 134.7 |
| 運用委託 | 96.0 | 厚生年金 | 126.4 |
| 信託銀行 | 49.2 | 国民年金 | 8.4 |
| 国内債券 | 10.2 | その他 | 0.02 |
| 国内株式 | 14.9 | | |
| 対外証券 | 24.0 | | |
| 投資顧問 | 46.8 | | |
| 国内債券 | 5.3 | | |
| 国内株式 | 15.7 | | |
| 対外証券 | 25.8 | | |
| 自家運用 | 34.0 | | |
| 国内債券 | 33.9 | | |
| 対外証券 | 0.1 | | |
| 財投債 | 3.4 | | |
| その他 | 1.4 | | |
| 資産合計 | 134.7 | 負債・資本合計 | 134.7 |

| 厚生年金 | | | |
|-------|-------|-------|-------|
| 預託金 | 126.4 | 積立金 | 126.4 |
| GPIF | 126.4 | | |
| 預託金合計 | 126.4 | 積立金合計 | 126.4 |

| 国民年金 | | | |
|-------|-----|-------|-----|
| 預託金 | 8.4 | 積立金 | 8.4 |
| GPIF | 8.4 | | |
| 預託金合計 | 8.4 | 積立金合計 | 8.4 |

| 共済 | | | |
|-----------|------|---------|------|
| 財政融資資金預託金 | 3.2 | 地方公務員等 | 40.1 |
| 委託 | 31.4 | 国家公務員 | 6.7 |
| 信託銀行 | 20.2 | 私立学校教職員 | 3.2 |
| 生命保険 | 0.4 | | |
| 投資顧問 | 10.8 | | |
| 自家運用 | 15.4 | | |
| 運用資産合計 | 50.0 | 積立金合計 | 50.0 |

| 国民年金基金 | | | |
|--------|-----|-------|-----|
| 委託 | 3.6 | 積立金 | 3.6 |
| 信託銀行 | 1.7 | | |
| 生命保険 | 0.0 | | |
| 投資顧問 | 1.6 | | |
| 運用資産合計 | 3.6 | 積立金合計 | 3.6 |

| 中小企業退職金共済制度 | | | |
|-------------|-----|-------|-----|
| 有価証券 | 2.4 | 積立金 | 4.6 |
| 金銭信託 | 1.8 | | |
| 生命保険 | 0.2 | | |
| その他 | 0.2 | | |
| 運用資産合計 | 4.6 | 積立金合計 | 4.6 |

| 小規模企業共済制度 | | | |
|-----------|-----|-------|-----|
| 有価証券等 | 8.1 | 積立金 | 8.8 |
| 生命保険 | 0.3 | | |
| 融資経理貸付金 | 0.3 | | |
| 運用資産合計 | 8.8 | 積立金合計 | 8.8 |

| 厚生年金基金／確定給付企業年金 | | | |
|-----------------|------|----------|------|
| 信託(除く特金) | 33.1 | 積立金 | 73.6 |
| 年金信託 | 31.0 | 厚生年金基金 | 22.0 |
| 給付専用ファンド | 0.05 | 確定給付企業年金 | 51.7 |
| 年金指定単 | 2.1 | 規約型 | 22.4 |
| 生保 | 16.2 | 基金型 | 29.2 |
| 一般勘定 | 13.1 | | |
| 特別勘定 | 3.1 | | |
| 投資一任勘定 | 24.3 | | |
| 運用資産合計 | 73.6 | 積立金合計 | 73.6 |

| 家計 | | | 前年差 |
|------------|---------|--|---------|
| 現金・預金 | 910.0 | | (11.8) |
| 現金 | 77.5 | | (4.7) |
| 流動性預金 | 365.4 | | (12.1) |
| 定期性預金 | 462.0 | | (-4.7) |
| 譲渡性預金 | 0.0 | | (0.0) |
| 外貨預金 | 5.1 | | (-0.2) |
| 株式等以外の有価証券 | 118.8 | | (-3.8) |
| 国債・財投債 | 13.8 | | (-3.1) |
| 金融債 | 0.1 | | (-0.1) |
| 事業債 | 6.6 | | (1.1) |
| その他債券 | 1.5 | | (-0.1) |
| 投資信託受益証券 | 91.9 | | (-3.6) |
| 信託受益権 | 5.0 | | (1.9) |
| 株式等 | 154.9 | | (-13.9) |
| 上場株式 | 90.5 | | (-9.1) |
| 金融派生商品 | 1.0 | | (0.2) |
| 保険・年金 | 521.8 | | (1.2) |
| 非生命保険準備金 | 53.9 | | (1.8) |
| 生命保険受給権 | 211.3 | | (6.5) |
| 年金保険受給権 | 101.2 | | (-3.9) |
| 年金受給権 | 153.6 | | (-3.2) |
| 企業年金 | 134.3 | | (-3.4) |
| その他年金 | 19.3 | | (0.1) |
| 預け金 | 16.3 | | (0.2) |
| 未収・未払金 | 6.7 | | (-2.5) |
| 対外証券投資 | 20.9 | | (-0.9) |
| その他 | 1.6 | | (-0.2) |
| 資産合計 | 1,752.0 | | (-7.9) |

| 民間非金融法人企業 | | | 前年差 |
|------------|--------|--|---------|
| 現金・預金 | 240.9 | | (16.1) |
| 現金 | 9.1 | | (0.6) |
| 流動性預金 | 158.4 | | (12.7) |
| 定期性預金 | 47.0 | | (0.9) |
| 譲渡性預金 | 17.5 | | (1.2) |
| 外貨預金 | 8.8 | | (0.7) |
| 貸出 | 50.5 | | (6.8) |
| 株式等以外の有価証券 | 37.8 | | (8.2) |
| 国債・財投債 | 4.6 | | (-0.3) |
| CP | 1.4 | | (-0.1) |
| 金融債 | 0.3 | | (-0.2) |
| 事業債 | 0.7 | | (-0.9) |
| その他債券 | 5.2 | | (-0.5) |
| 投資信託受益証券 | 13.1 | | (8.4) |
| 信託受益権 | 6.2 | | (2.3) |
| 債権流動化関連商品 | 6.3 | | (-0.5) |
| 株式等 | 275.4 | | (-28.4) |
| 上場株式 | 105.6 | | (-11.6) |
| 金融派生商品 | 2.9 | | (0.2) |
| 預け金 | 35.4 | | (-3.0) |
| 企業間・貿易信用 | 223.3 | | (0.7) |
| 未収・未払金 | 12.9 | | (2.0) |
| 対外直接投資 | 107.9 | | (3.7) |
| 対外証券投資 | 29.7 | | (5.5) |
| その他 | -87.0 | | (9.2) |
| 資産合計 | 1035.4 | | (8.1) |

| 公的非金融法人企業 | | | 前年差 |
|------------|-------|--|--------|
| 現金・預金 | 11.6 | | (-0.7) |
| 現金 | 0.0 | | (-0.0) |
| 流動性預金 | 3.3 | | (-0.4) |
| 定期性預金 | 7.4 | | (-0.0) |
| 譲渡性預金 | 0.8 | | (-0.3) |
| 外貨預金 | 0.0 | | (0.0) |
| 貸出 | 8.8 | | (-0.5) |
| 株式等以外の有価証券 | 13.0 | | (-6.9) |
| 国庫短期証券 | 0.0 | | (0.0) |
| 国債・財投債 | 1.2 | | (0.1) |
| CP | 0.0 | | (0.0) |
| 金融債 | 0.1 | | (0.0) |
| 事業債 | 0.3 | | (0.0) |
| その他債券 | 0.8 | | (0.0) |
| 投資信託受益証券 | 10.6 | | (-7.0) |
| 信託受益権 | 0.0 | | (0.0) |
| 債権流動化関連商品 | 0.1 | | (0.0) |
| 株式等 | 24.9 | | (-1.1) |
| 上場株式 | 14.2 | | (5.9) |
| 預け金 | 2.0 | | (0.9) |
| 企業間・貿易信用 | 0.9 | | (-0.0) |
| 未収・未払金 | 2.9 | | (0.1) |
| 対外直接投資 | 2.0 | | (0.0) |
| 対外証券投資 | 0.2 | | (0.0) |
| その他 | -23.7 | | (1.1) |
| 資産合計 | 56.8 | | (-1.3) |

● スマートフォンやタブレットの画像認識ARアプリケーション「aug!オーグ」を金融資産連関表にかざすと、金融トピックをARで確認できます。アプリのインストール方法は、App storeまたはGoogle playで「aug!オーグ」と検索するか、右のQRコードをスキャンしてください。

App store用



Google play用



第1章

金融資産連関表の特徴と 今年の着目点

金融資産連関表の特徴

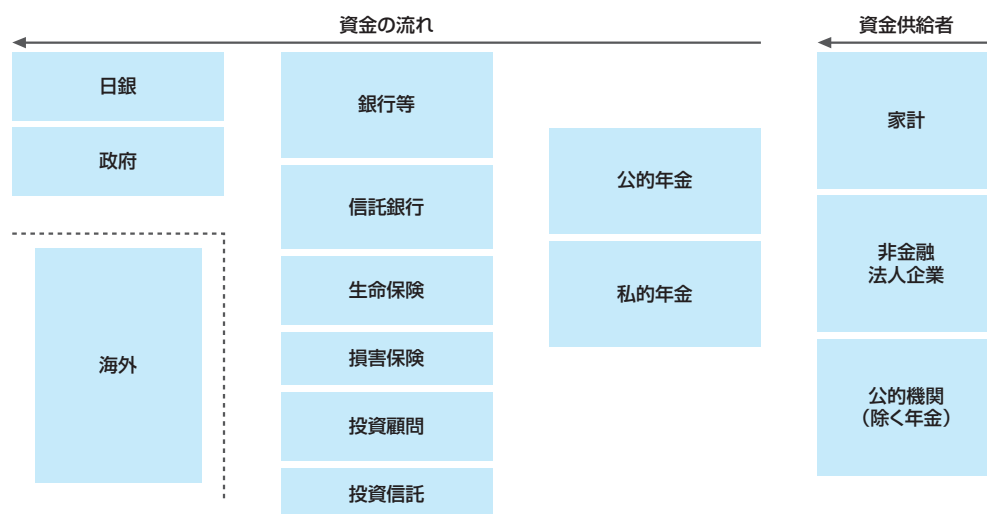
『金融資産連関表』(前頁に掲載)は、毎年度末時点における、経済主体間の資産・負債構造を整理した資料である。この表は、わが国において誰の資金がどこに向かっているかを大まかに整理したものであり、図表1のような構成となっている。右端に資金供給者として家計、民間非金融法人企業、公的機関などが掲載されており、それらの主体が保有する資金が、銀行や保険会社、年金基金、投資信託会社などに流れている。

野村総合研究所が最初に『金融資産連関表』を作成したのは1998年度である。当時は、財政投融资改革や行財政改革などが緒に就くなど、日本全体として資金の流れが変わろうとしていた頃だったが、そういった変化をわかりやすく可視化できないか、というのが『金融資産連関表』を作成するに至った背景だった。

本レポートの位置づけと今年のトピック

1998年度以降、各年度の経済構造に即して修正しながら『金融資産連関表』を作成してきたが、版を重ねる中でいくつかの課題が明らかになってきた。その最たるものとしては、『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問題である。この点を補うため、2013年度に『金融資産連関表』を作成した際は、当該年度中の資金の流れのうち、特徴が見られた点を中心にレポート形式にまとめて公表した。そこでは、2013年4月から開始された日本銀行による金融政策、「量的・質的金融緩和政策(以下、QQE)」に着目し、日銀による大規模な国債買入れの状況や、銀行、年金基金、生命保険会社といった主要な機関投資家によるポートフォリオ選択に与えた影響を考察し

図表1 金融資産連関表の構成



(出所) 野村総合研究所

た。本稿はその続編として発行するものであり、主として2016年中に起きた主な出来事、具体的にはマイナス金利政策の導入による影響を考察する。

QQEの開始からマイナス金利まで

マイナス金利による影響は次章で詳述するが、ここでは、2015年までのQQEをごく簡単に振り返っておこう。

黒田東彦氏が第31代日本銀行総裁に就任したのは2013年3月20日である。その直後の金融政策決定会合で、「量的・質的金融緩和」の導入が決定された。この政

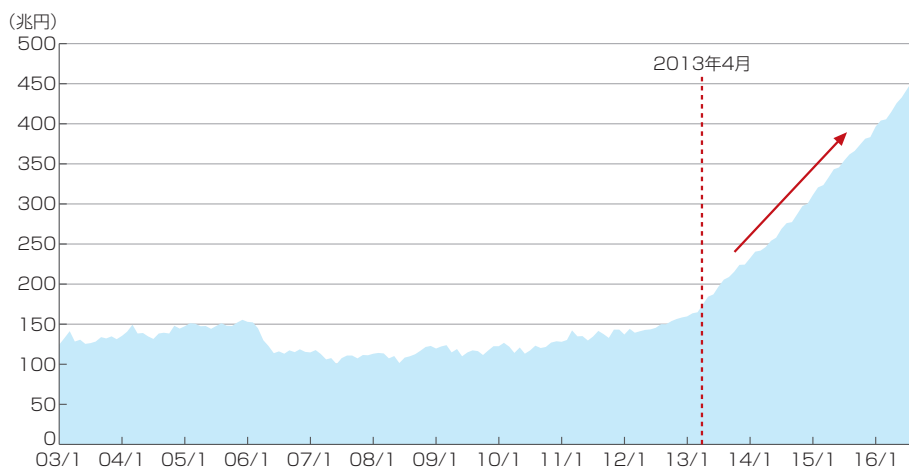
策は、2年間を目途に2%の物価安定目標を達成するために、大規模な資金供給を行うというものであり、QQEの開始当初は年間60～70兆円、2014年10月に拡大された後は年間80兆円のペースで資金供給量（マネタリーベース）を拡大させてきた。日銀の総資産をみると、2013年4月以降、かなりの急勾配で増加している様子が窺える（図表2）。これは、日銀が前述のペースで資金を供給してきた結果だが、QQEが「異次元の緩和」と呼ばれる理由がよくわかる。

資金供給の主な手段として、日銀は大量の国債を市場から買入れてきた。償還を考慮した日本の長期国債発行

額はせいぜい年間40兆円程度であるのに対し、日銀の買入れ額は年間80兆円（2014年10月の追加緩和前は年間50兆円）。新規発行額を越えて日銀が買入れるため、国債市場における日銀の存在感は加速度的に高まり、2015年末時点では国債発行残高に占める日銀の保有残高の割合が33%にまで達していた（図表3）。

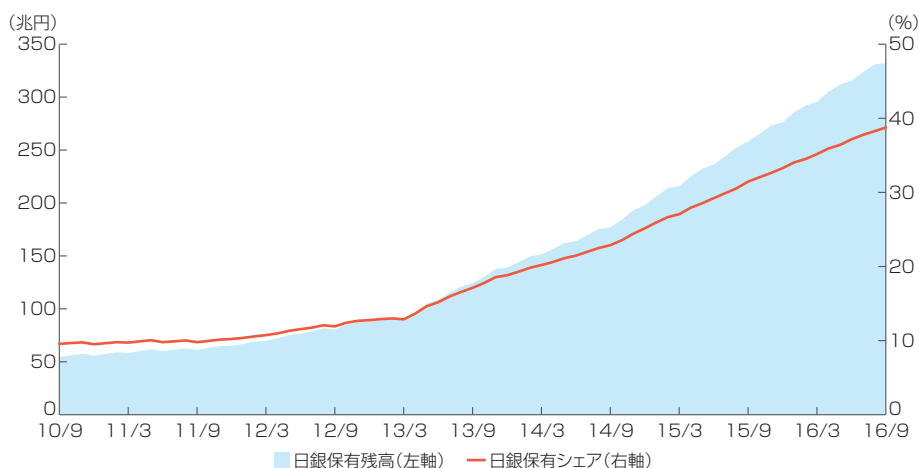
次第に、「このペースで国債を買い続けると、近い将来日銀は国債を買えなくなってしまうのではないか」という声が大きくなってきた。2015年という年は、QQEが3年目を迎える中で、金融政策運営の「持続可能性」が問われ始めた年でもあった訳である。

図表2 日本銀行の総資産の推移



(出所) 日本銀行資料を基に野村総合研究所作成

図表3 日本銀行による長期国債保有残高



(注) 日銀保有シェア = 日銀保有残高 ÷ 国債発行残高
(出所) 日本銀行・財務省資料を基に野村総合研究所作成

第2章

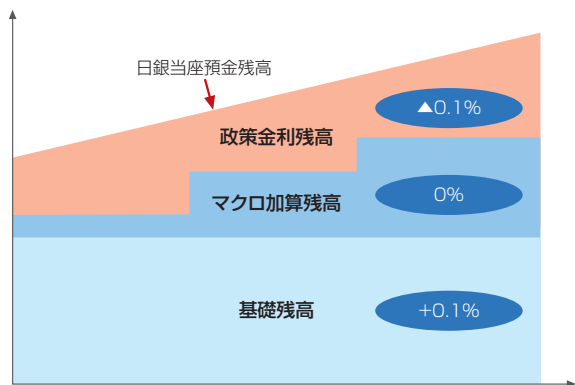
マイナス金利の導入と金融政策の転換

マイナス金利政策の導入

日本銀行は、2016年1月29日の金融政策決定会合で「マイナス金利政策付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。黒田総裁自身が直前まで「マイナス金利の採用は考えていない」と公式には説明していただけに、市場では驚きをもって迎えられた。発表当日、株価は3%上昇し、円ドルレートは一気に2.3円の円安が進んだ。

マイナス金利政策の仕組みは、民間金融機関が日本銀行に保有する当座預金(日銀当座預金)を3つの階層に分けた上で、各層に0.1%、0%、▲0.1%の金利を適用する、というものである(図表4)。これらの階層は順番に「基礎残高(0.1%)」「マクロ加算残高(0%)」「政策金利残高(▲0.1%)」と呼ばれるが、どの部分をどの程度保有するかは金融機関によって異なる¹⁾。言葉を変えれば、保有する日銀当座預金の大部分にマイナス金利(▲0.1%)が課される金融機関もあれば、逆に殆どマイナス金利が課されない金融機関もある。実際、日銀当座預金残高の内訳を見ると、「都市銀行」や「地方銀行」のマイナ

図表4 マイナス金利政策の仕組み



(出所) 日本銀行資料

図表5 業態別の日銀当座預金残高

(兆円)

| | 基礎残高 (プラス金利) | マクロ加算残高 (ゼロ金利) | 政策金利残高 (マイナス金利) | 当座預金 残高合計 |
|------------------|-----------------|-------------------|--------------------|--------------|
| 都市銀行 | 81.2 | 33.0 | 0 | 114.2 |
| 地方銀行 | 15.2 | 9.4 | 0.2 | 24.8 |
| 第二地方銀行 | 3.9 | 1.0 | 0.1 | 5.0 |
| 外国銀行 | 19.4 | 0.8 | 2.0 | 22.2 |
| 信託銀行 | 16.1 | 12.8 | 5.3 | 34.2 |
| その他準備預 金制度適用先 | 53.3 | 10.1 | 15.4 | 78.9 |
| 準備預金制度 非適用先 | 18.9 | 3.0 | 0.2 | 22.1 |
| 合計 | 208.0 | 70.2 | 23.3 | 301.5 |

(注) 数値は9月積み期間(9月16日~10月15日)の平均残高
(出所) 日本銀行資料を基に野村総合研究所作成

ス金利適用残高の割合が相対的に小さい一方で、「信託銀行」や「その他準備制度適用先」はマイナス金利適用残高の割合が大きいなど、業態間でも差がある(図表5)。

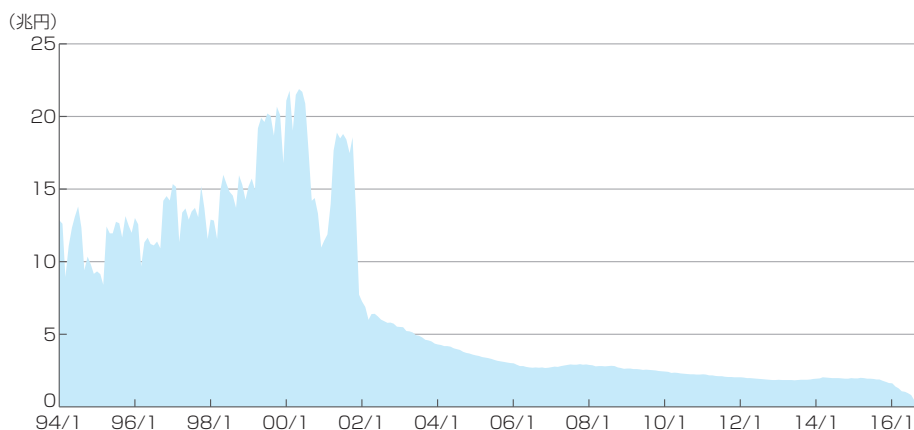
日銀当座預金に付される金利は、世の中の多くの金利の「起点」になると考えられている。マイナス金利政策が導入された背景としては、「起点」の金利を引下げることによって、国内金利を全般的に引き下げ、個人や企業が資金を借りやすくする環境を整えることにあったが、実際には何が起こったのか。以降では、マイナス金利政策が導入された後に起こった主な出来事を振り返ってみよう。

消滅したMMF、保護されたMRF

マイナス金利の導入によって、最初に大きな影響を受けたのは、MMF(マネー・マネジメント・ファンド)とMRF(マネー・リザーブ・ファンド)の市場である。

MMFについては、3月時点でほぼすべての運用会社が

図表6 MMFの純資産総額の推移



(出所) 投資信託協会資料を基に野村総合研究所作成

新規募集の停止と年内の償還を発表した。MMFの主な運用先である国庫短期証券市場ではかねてからマイナス金利が常態化していたため、MMFの償還問題自体は運用会社の経営課題だったが、マイナス金利政策の決定がそれを後押しした形となった。結果的に、ピーク時には20兆円超の規模を誇っていたMMF市場はほぼ消滅した(図表6)。

証券口座の待機資金を運用するMRFも、MMF同様に運用難に直面していた。しかしながら、MRFはMMFとは異なり、運用資金を強制的に投資家に償還したり、新規募集を停止したりすることはできない。したがって、国庫短期証券やCP等で運用しない場合は、どこかの銀行口座に預金の形で資金を置いておく必要がある。ところ

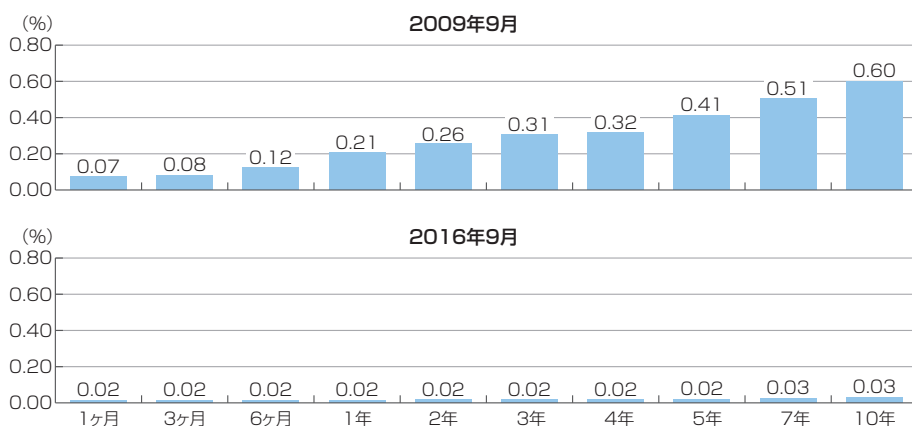
が、銀行の立場からすれば、運用先の目途が立たない預金を受け入れてしまうと、資金が日銀当座預金に積み上がり、最悪の場合はマイナス金利が適用されてしまうリスクもあった。MRFを巡っては、資金をどこに置くのか、マイナス金利のコストを誰が負担するのか、といった問題が深刻化していた。

この状況に対して、日銀は3月15日の金融政策決定会合で、「MRFの証券取引における決済機能に鑑み、MRFを受託する金融機関の『マクロ加算残高』に、受託残高に相当する額(昨年の受託残高を上限とする)を加える」措置を決定した。平たくいえば、MRFの資金が銀行預金に預け入れられたとしても、その部分はマイナス金利の適用除外とする、という措置が採られた訳である。適用除外の範囲には「昨年の受託残高」という上限があるものの、政策的な対応が採られたことに対しては一定の評価がなされている。

預金金利・貸出金利が大幅に低下

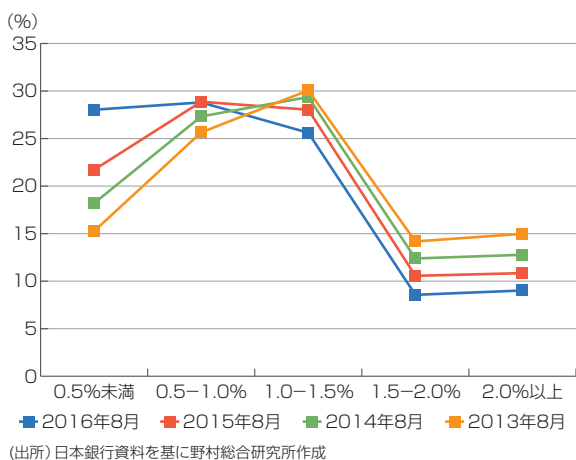
マイナス金利の導入決定を受けて、預金金利や貸出金利が劇的に低下した。導入決定は1月29日の金曜日だったが、翌営業日の2月1日には預金金利の引き下げを公表するなど、一部の銀行はすばやく反応した。その後、多くの金融機関で預金金利の引き下げが相次ぎ、普通預金金利は過去最低水準の0.001%

図表7 預入期間別の定期預金金利



(注) 預入金額1千万円以上の定期預金を対象に集計したもの
(出所) 日本銀行資料を基に野村総合研究所作成

図表8 利率別貸出残高構成比



とする先が増えたほか、定期預金の金利も相次いで引き下げられた。日本は長期にわたって低金利環境が続いていたため、定期預金の金利が低いこと自体は珍しいことではない。しかし、つい数年前までは、金利が低いとはいえ、預入期間が長いほど預金金利が高いという「常識」が成立していた。ところが、マイナス金利導入後には、そういった関係もほぼ消滅してしまった(図表7)。

預金金利だけではなく、貸出金利も顕著に低下し、日銀の統計によると5月時点で0.678%と過去最低を記録した²⁾。いまや、貸出残高全体の57%は、金利1%未満の貸出が占めるようになった(図表8)。特に貸出金利の低下が顕著だったのは住宅ローンの分野である。例え

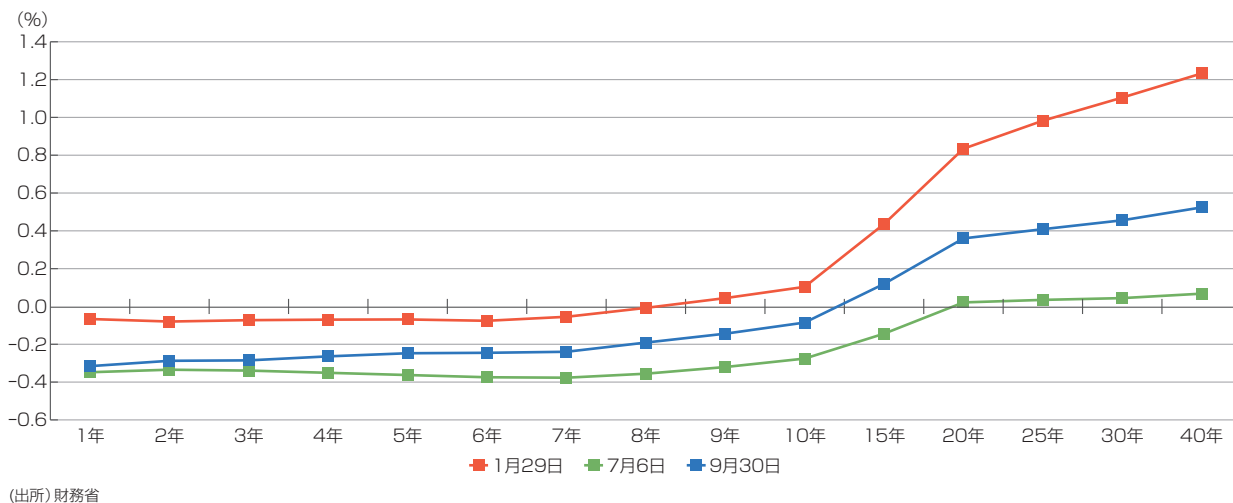
ば、当初期間固定型のタイプにおいては、当初10年間の固定金利が0.5%を切るローンを提供する銀行まで現れた。このような動きを背景に、2016年4-6月期の住宅投資は前期比年率で約22%増加した。

国債の長期金利もマイナスに

マイナス金利政策の影響は、国債市場にも大きな影響を及ぼした。国債のイールドカーブが極端にフラット化しただけでなく、残存年数10年まではマイナスの利回りが珍しくなくなった(図表9)。さらに、7月6日には超長期金利である20年、30年、40年物がそれぞれ0.02%、0.04%、0.07%と過去最低を更新した³⁾。

流通市場でマイナスの利回りが常態化したのに伴い、発行市場においてもマイナスの募集利回りで発行されるケースが増えた。募集利回りがマイナスとは、例えば100円で償還する国債を発行した際に105円の資金が振り込まれるということであり、文字通り「借金をする政府が利子を受け取る」状況を意味する。マイナス金利政策決定後の2月から9月までに発行された長期国債は合計で約82兆円だが、このうち約61兆円がマイナス金利で発行された(図表10)。

図表9 イールドカーブの変化



図表10 長期国債の発行状況 上段：発行額 下段：募入平均利回り

(億円)

| 発行月 | 2年債 | 5年債 | 10年債 | 20年債 | 30年債 | 40年債 |
|-----|---------------------|---------------------|---------------------|--------------------|-------------------|-------------------|
| 2月 | 27,062 (▲0.018%) | 25,340 (▲0.138%) | 23,999 (0.078%) | 13,636 (0.786%) | 8,749 (1.068%) | 4,446 (1.130%) |
| 3月 | 27,961 (▲0.183%) | 26,769 (▲0.132%) | 27,578 (▲0.024%) | 13,604 (0.427%) | 9,182 (0.767%) | - |
| 4月 | 24,135 (▲0.221%) | 27,580 (▲0.226%) | 25,396 (▲0.069%) | 11,080 (0.262%) | 8,283 (0.388%) | - |
| 5月 | 22,989 (▲0.254%) | 27,486 (▲0.225%) | 27,439 (▲0.096%) | 11,636 (0.288%) | 8,394 (0.319%) | 4,516 (0.400%) |
| 6月 | 25,885 (▲0.237%) | 25,780 (▲0.232%) | 27,492 (▲0.094%) | 12,324 (0.218%) | 9,183 (0.314%) | - |
| 7月 | 23,150 (▲0.299%) | 22,000 (▲0.365%) | 27,576 (▲0.243%) | 11,955 (0.147%) | 7,997 (0.120%) | 4,583 (0.345%) |
| 8月 | 22,999 (▲0.361%) | 26,741 (▲0.165%) | 25,600 (▲0.047%) | 12,633 (0.286%) | 0.424% | - |
| 9月 | 24,567 (▲0.193%) | 23,992 (▲0.175%) | 23,991 (▲0.046%) | 12,510 (0.437%) | 8,271 (0.500%) | 5,321 (0.560%) |

マイナス金利発行：61兆2,811億円 合計：82兆3,122億円

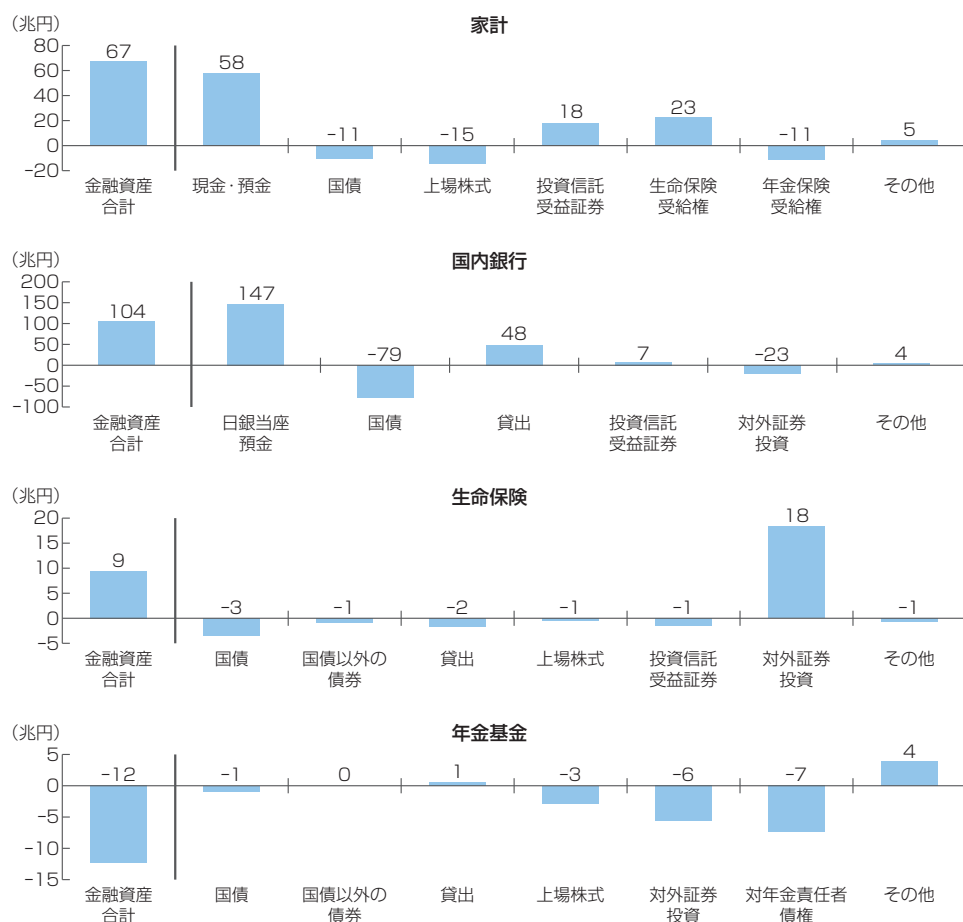
(注) 40年債の利回りは、募入最高利回り。物価連動債は除く
(出所) 日本銀行資料を基に野村総合研究所作成

銀行と生命保険会社で定着した ポートフォリオ・リバランスの動き

ここで、主な経済主体が保有する金融資産の変化を確認してみよう。図表11は、家計、国内銀行、生命保険会社、年金基金が保有する主な金融資産の増減（時価変動による影響を除く）を、QQEが開始された2013年4月以降累積したもののだが、ここから、QQE以降に定着したいくつかの傾向を確認できる。

第一に、家計が過去3年間で最も増加させた資産は「現金・預金」であり、異次元緩和開始以降もポートフォリオ・リバランスの動きは認められない。第二に、国内銀行

図表11 各主体の金融資産増減（2013年4月～2016年6月までの累積値）



(出所) 日本銀行資料を基に野村総合研究所作成

は国債投資を減少させる一方で、貸出を伸ばしている。また、規模は小さいものの、ファンド投資とみられる「投資信託受益証券」への投資も着実に増加させている。国内銀行によるファンド投資の残高は直近で約18兆円であり、QQE開始直前と比較して2倍近くに増加した。第三に、生命保険会社も、国債への投資を減少させる一方で、他の資産、特に対外証券投資（大半は外国債券といわれている）を増加させた。

年金基金についてははっきりした傾向が認められないものの、銀

行や生命保険会社においてはポートフォリオ・リバランスの動きが定着したといえる。これはQQEによって名目金利が低く抑えられる中で、銀行や生保が“search for yield”の動きを強めた結果である。

長期金利の過度な低下に対して 徐々に批判が高まる

長期金利の低下は異次元緩和の効果の一つとして重視されていたことであり、前述の通り、銀行や生命保険会社でポートフォリオ・リバランスが進展したほか、住宅投資を中心に新規の需要を喚起するなど、当初企図された効果が部分的に発揮されたといえる。しかしながら、もし市場参加者が日銀の政策を信頼し、将来の物価上昇や経済成長を織り込んでいるのであれば、少なくとも中長期ゾーンの金利は上昇するはずだが、イールドカーブが極端に「寝て」しまったということは、マイナス金利政策そのものが市場から疑問視されていたという解釈もできなくはない。

実際、時間が経過するにつれて市場関係者からは、金利が低下することのメリットよりも、「金融機関の収益を圧迫する」「機関投資家の運用環境が悪化する」「民間企業の退職給付債務の財務負担が増大する」といったデメリットを指摘する声が多くなってきた。

「総括的検証」を経て金融政策の転換へ

2%の物価安定目標達成のために「金融緩和の強化」として導入されたマイナス金利政策だったが、実際の物価動向を振り返ると、2016年の前半を通じてはむしろ目標からは遠ざかっていた⁴⁾。こうした状況を受けて日銀は、9月21日の金融政策決定会合において、それまでの金融政策を振り返る「総括的検証」を公表するに至った。その中で、2%の物価安定目標が達成できなかった主な理由として、原油価格の下落や消費税増税後の需要の弱さ、新興国経済の減速などを受けて、経済主体の予想物価上昇率が伸び悩んだことが挙げられている⁵⁾。

「総括的検証」と同時に発表された新たな政策は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」と呼ばれる。ここで「長短金利操作」とは、短期金利として日銀当座預金に対する付利金利を▲0.1%、長期金利として10年物国債利回りを0%程度に設定・誘導するという意味である。

最も大きな転換点は、金融政策の操作目標がマネタリーベースの供給量から金利へと変更されたことである。なぜ大きな転換かということ、3年半続けてきたQQEは、日銀が市中に供給する資金量（マネタリーベース）を重視するという立場に立脚していたため、「量から金利へ」と政策運営の根本的な考え方が変更されたと受け止められたからである。もっとも、黒田総裁自身は「操作目標を変更したものの、前の政策を捨てたわけではなく強化した」という点を記者会見でも再三強調しており、市場の受け止め方との間には若干の溝があるようだ。

本稿執筆時点（10月半ば）では、この政策が開始されてから日が浅いが、少なくとも「日銀は長期金利を操作できるのか」という点はポイントになると思われる。言うまでもなく、長期金利は市場で決まる。それを特定の水準に操作しようという行為は、一種の「チャレンジ」に等しい。特に不確実なのは、0%の長期金利誘導を実現するために必要な国債買入れ額が誰にもわからない点である。年間10兆円で済むのか、100兆円でも足りないのか、日銀も市場参加者も明確なイメージを共有しているわけではない。このため、日銀が購入する国債の「量」については、不確実性は残ったままである。

2017年の注目点

最後に、来年以降に注目される点をまとめておこう。

○機関投資家のポートフォリオ・リバランスは 継続する見込み

まず、金融政策の枠組みが変更されたとはいえ、長期金利の操作目標は「0%」と低位に据え置かれている。このため、先に述べたような日銀による長期金利のコントロールビリティの問題はあるにせよ、基本的には低金利

環境は今後も継続するとみられる。これを前提に考えると、銀行や生命保険会社によるポートフォリオ・リバランスは来年以降も継続すると思われる。

ただし、基本トレンドとしてはこの通りだが、イールドカーブの形状次第では投資家の動きに若干の違いが出てくるかもしれない。特に、7月6日に過去最低値を記録して以降は、20年、30年、40年といった超長期ゾーンの金利は再び反転している。仮にこのままイールドカーブが「立って」いった場合には、相対的には超長期債の魅力が増すことになる。イールドカーブのスティープ化の度合いによっては、生命保険会社による「国債離れ」の動きが一服する可能性はある。

○制度改正の影響が注目される

個人金融資産の動向

前述の通り、異次元緩和が開始された後も個人金融資産においてはポートフォリオ・リバランスの動きはほとんど見られない。個人が長期の視点に立って金融資産を運用していくことは、本人の老後の生活資金を確保するだけでなく、経済全体の成長資金の供給という観点からも重要な問題であるが、残念ながら望ましいとされる姿からは逆行しているのが実情だ。

ただし、来年以降を見据えると、いくつかの重要な制度改正が予定されており、その効果がどこまで表れてくるかは注目に値する。第一に、2016年5月に成立した改正確定拠出年金法が2017年1月から施行される。この改正により、個人型DCの加入資格が大幅に拡充され、公務員や専業主婦（主夫）も含むすべての現役世代が個人型DCに加入できるようになる。今年9月には一般公募を通じて「iDeCo」という愛称も決まり、官民を挙げての普及活動が活発化する見込みである。

第二に、少額投資非課税制度、いわゆる「NISA」の改正が検討されている。具体的には、現行のNISAに新たな枠を創設し、年間の投資上限額を現行の120万円から60万円に引き下げる代わりに、非課税期間を5年間から20年間に延長するというものだ。この枠は「積立NISA」と呼ばれており、早ければ2017年度中に改正される見

込みである。

iDeCoやNISAといった、家計による長期の資産形成を支援する制度に関しては、枠の拡充をはじめ、個人が使いやすい制度にするための改善が今後も継続されていく見込みである。こういった税制面からの支援がどれだけ家計の金融資産選択に影響を与えるかが、今後のポイントになるだろう。

-
- 1) 各階層の決定方法は次の通りである。①「基礎残高(0.1%)」は、2015年1月～12月積み期間における平均残高として計算される。②「マクロ加算残高(0.1)」は、(a)所要準備額、(b)貸出支援基金及び被災地金融機関支援オペの利用残高、(c)マクロ加算額の合計として計算される。このうち、(c)のマクロ加算額は、①の基礎残高に掛目を乗じて算出され、金融政策決定会合で決められる。本稿執筆時点(10月半ば)の掛目は、10.0%である。③「政策金利残高(▲0.1%)」は、各金融機関の当座預金残高から①②を除いた金額。
 - 2) 日本銀行「貸出約定平均金利」より。
 - 3) 財務省「国債金利情報」より。
 - 4) 2016年1月から8月までの消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)の前年比の平均は▲0.33%であった。
 - 5) 「総括的検証」では、QQEを通じて経済・物価情勢が好転し、物価の持続的下落という意味でのデフレではなくなったと総括されている。その過程では、実質金利の低下が大きな役割を果たしたと上で、マイナス金利政策と長期国債の買入れの組み合わせが有効であったと評価されている。



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2016 —マイナス金利政策導入による影響—

金融ITフォーカス特別号

発行日 2016年11月30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.com/jp>

発行人 上田 肇

編集人 井上 哲也

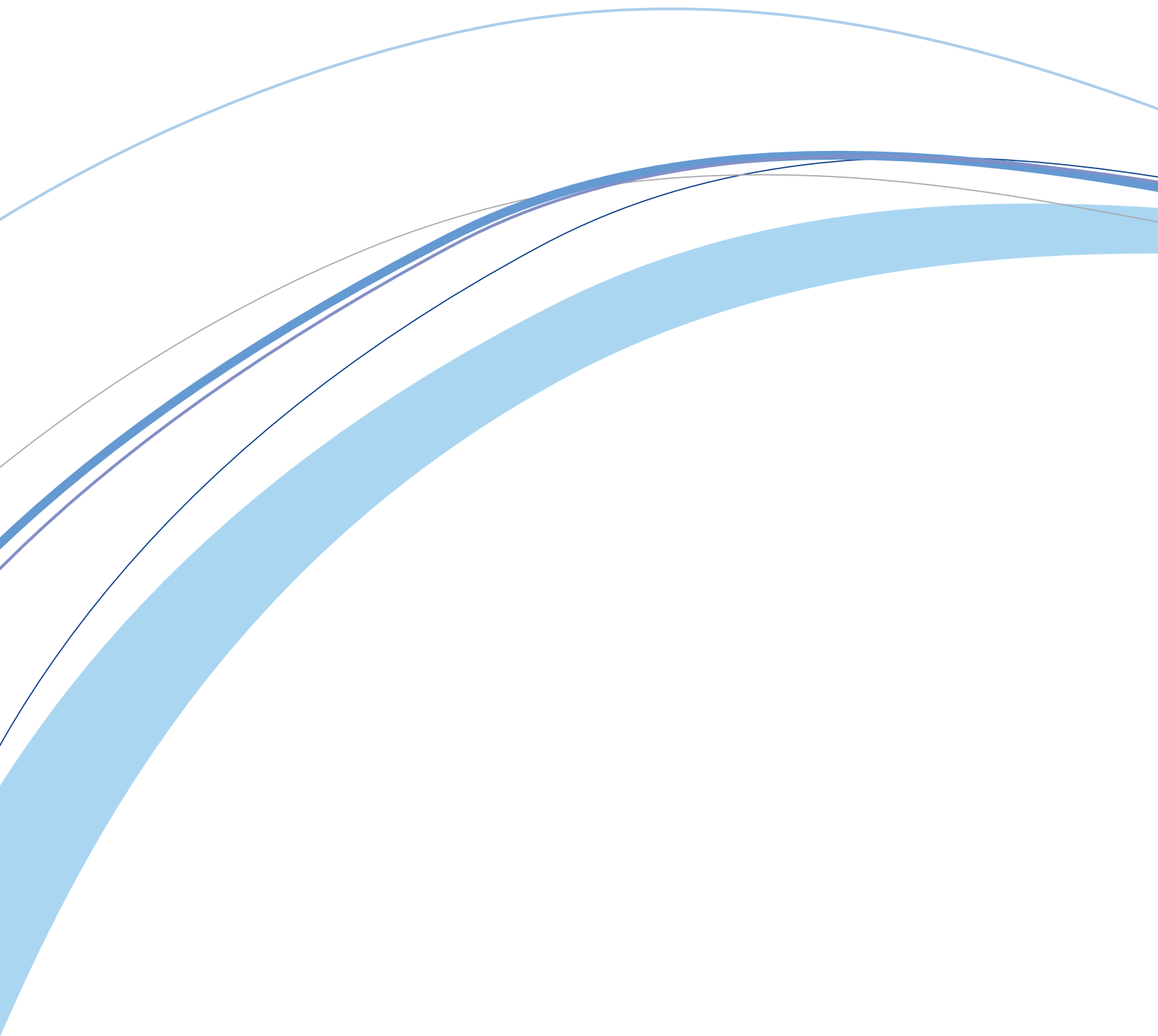
編集 金融ITイノベーション研究部

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