

Financial Information Technology Focus

金融

IT

2019. 12

フォーカス

特別号

金融資産連関 2019

— 節目を迎えた「量的拡大」—



CONTENTS

金融資産連関 2019

－ 節目を迎えた「量的拡大」－

金融資産連関表	2
第1章 金融資産連関表の構造と本レポートの位置づけ	4
第2章 節目を迎えた「量的拡大」	5
1. 日本銀行・政府部門の動向 節目を迎えた「異次元緩和」。「量的拡大」のペースダウンが鮮明に 長期金利が再びマイナス圏に突入。新発国債の大半がマイナス金利発行に	
2. 銀行部門の動向 預金・貸出の両面で「量的拡大」は縮小 急拡大を続ける新業態銀行。預金獲得能力の高さが際立つ 銀行ファンド投資の伸びも鈍化	
3. 生保・年金基金・家計部門の動向 生命保険会社は引き続き外債シフトを継続 1,800兆円を超える家計金融資産。「現預金志向」に大きな変化なし	
4. 2020年以降の注目点	

金融資産連関表

前年差		日本銀行		前年差	
(1.1)	貸出金	50.0	発行銀行券	112.4	(3.6)
(-11.4)	国庫短期証券	10.4	日銀当座預金	393.9	(15.6)
(38.3)	国債・財投債	475.6	政府預金	17.5	(2.4)
(0.0)	CP・社債	5.2	売現先	0.2	(-0.1)
(4.7)	投資信託受益証券	29.3	その他	61.7	(11.2)
(-0.5)	株式・出資金	2.0	資本金	0.0001	(0.0)
(0.4)	その他	13.2			
(32.7)	合計	585.7	合計	585.7	(32.7)

前年差		中央政府 (財政融資資金含む)		前年差	
(2.8)	現預金	32.8	財政融資資金預託金	31.4	(-0.5)
(-4.3)	貸出金	131.6	民間金融機関借入金	27.2	(-0.3)
(0.0)	国庫短期証券	0.0	公的金融機関借入金	24.1	(-2.3)
(-0.1)	国債	0.3	国庫短期証券	97.4	(-4.0)
(-0.5)	株式・出資金	53.9	国債・財投債	1028.2	(32.3)
(7.4)	対外証券投資	119.5	その他	-833.6	(-15.1)
(4.8)	その他	36.4			
(10.2)	合計	374.6	合計	374.6	(10.2)

前年差		地方政府		前年差	
(0.7)	現預金	40.5	民間金融機関借入金	34.9	(-0.4)
(0.0)	貸出金	6.6	公的金融機関借入金	63.4	(-2.6)
(-0.9)	現先・債券貸借取引	0.1	現先・債券貸借取引	1.2	(0.3)
(-0.2)	国債	2.1	地方債	74.3	(1.0)
(0.5)	地方債	4.2	その他	-64.8	(2.8)
(1.0)	政府関係債	4.5			
(-0.0)	株式等	49.3			
(0.2)	その他	1.6			
(1.1)	合計	109.0	合計	109.0	(1.1)

前年差		海外		前年差	
(6.6)	直接投資	181.7	直接投資	30.7	(1.8)
(0.1)	アメリカ合衆国	54.4	アメリカ合衆国	5.3	(-0.3)
(0.0)	英国	17.0	フランス	3.6	(0.2)
(0.3)	中華人民共和国	13.5	オランダ	2.7	(-0.2)
(-0.1)	オランダ	12.7	シンガポール	1.9	(-0.2)
(1.2)	シンガポール	7.9	ケイマン諸島	1.6	(0.2)
(0.5)	タイ	7.4	英国	1.6	(0.1)
(-0.6)	オーストラリア	7.1	香港	0.9	(0.0)
(1.0)	ケイマン諸島	5.2	ルクセンブルフ	0.7	(-0.1)
(0.2)	大韓民国	4.3	大韓民国	0.7	(0.3)
(0.3)	香港	3.5	台湾	0.7	(0.1)
(-12.6)	証券投資	450.8	証券投資	351.3	(-26.4)
(-1.7)	金融派生商品	32.2	金融派生商品	30.7	(-3.2)
(15.0)	その他投資	213.0	その他投資	263.8	(20.0)
(-2.1)	外債準備	140.3			
(5.6)	資産合計	1,018.0	負債合計	676.5	(-7.5)
			対外純資産	341.6	(13.1)

前年差		銀行等		前年差	
(20.2)	現金・預金	553.6	預金	1,490.1	(22.6)
(15.4)	貸出	781.0	流動性預金	738.3	(32.6)
(17.8)	民間金融機関貸出	748.8	定期性預金	689.3	(-7.0)
(5.3)	住宅貸付	173.7	譲渡性預金	32.2	(-2.6)
(-0.3)	消費者信用	18.0	外貨預金	30.2	(-0.4)
(12.8)	企業・政府等向け	557.1	借入	275.0	(8.7)
(-2.3)	その他	32.2	金融債	8.0	(-1.0)
(-18.7)	株式等以外の有価証券	362.4	その他	174.0	(2.7)
(-1.2)	国庫短期証券	15.3			
(-26.9)	国債・財投債	139.9			
(2.5)	地方債	40.8			
(0.8)	CP	4.2			
(0.7)	その他債券	79.8			
(4.3)	投資信託受益証券	72.3			
(0.4)	信託受益権	2.7			
(0.7)	その他	7.4			
(-3.0)	株式等	38.9			
(-1.7)	金融派生商品	43.2			
(1.2)	対外直接投資	15.4			
(15.8)	対外証券投資	113.5			
(3.8)	その他	39.2			
(33.0)	資産合計	1,947.1	負債・資本合計	1,947.1	(33.0)

前年差		信託銀行		前年差	
(2.2)	貸出金	7.0	資産運用型信託	123.5	(9.5)
(33.4)	有価証券	500.7	金銭信託	39.3	(8.0)
(2.0)	国債	101.6	年金信託	31.8	(-0.7)
(-0.1)	地方債	9.3	金銭信託以外の金銭の信託	1.8	(0.1)
(-0.2)	社債	32.2	有価証券の信託	44.7	(-0.8)
(14.0)	株式	146.3	その他	5.7	(2.8)
(12.6)	外国証券	143.1	資産管理型信託	953.7	(43.4)
(5.2)	その他	68.3	金銭信託	85.9	(-8.2)
(-0.3)	投資信託有価証券	9.0	年金信託	50.2	(0.9)
(22.0)	信託受益権	385.0	投資信託	209.8	(8.3)
(7.5)	金銭債権	68.8	金銭信託以外の金銭の信託	39.7	(6.7)
(3.1)	不動産・不動産	39.9	再信託	438.0	(29.3)
(7.9)	コールローン	18.6	その他	129.7	(6.3)
(-0.5)	銀行勘定貸	29.4	資産流動化型信託	80.5	(6.8)
(-14.9)	その他	143.4	その他	44.0	(-0.7)
(60.3)	資産合計	1,201.9	負債・資本合計	1,201.9	(60.3)

前年差		生命保険		前年差	
(1.0)	現金・預金	9.0	負債	362.7	(5.6)
(0.1)	コールローン	1.7	責任準備金	329.7	(5.0)
(0.3)	買入金債権	2.0	団体年金	35.0	(0.4)
(0.6)	金銭の信託	6.2	国民年金基金保険	0.0	(-0.0)
(6.6)	有価証券	320.3	厚生年金基金/確定給付企業年金保険	16.8	(0.2)
(0.9)	国債	148.2	企業年金保険	17.7	(0.2)
(-1.1)	地方債	10.9	団体生存保険	0.4	(-0.1)
(0.9)	社債	27.1	団体保険	0.3	(-0.0)
(-1.4)	株式	21.8	個人保険	186.2	(7.6)
(7.5)	外国証券	96.5	その他保険料積立金	39.1	(-2.9)
(-0.2)	その他	15.7	個人年金	62.3	(-0.1)
(-1.1)	貸付	31.9	危険準備金	6.8	(0.1)
(0.1)	有形固定資産	6.2	その他負債	33.0	(0.6)
(-0.9)	その他	10.6	資本	25.1	(1.0)
(6.5)	資産合計	387.8	負債・資本合計	387.8	(6.5)

前年差		損害保険		前年差	
(-0.9)	有価証券	23.4	負債	23.8	(-0.5)
(-0.1)	貸付金	1.4	保険契約準備金	19.8	(0.0)
(0.2)	その他	6.6	その他	4.0	(-0.5)
			資本	7.7	(-0.3)
(-0.8)	資産合計	31.5	負債・資本合計	31.5	(-0.8)

前年差		投資顧問		前年差	
(44.0)	投資一任契約資産+自己運用資産	289.1	投資一任契約	289.1	(44.0)
(15.0)	国内運用	143.1	国内顧客	255.7	(59.5)
(6.1)	株式	72.1	公的年金	127.3	(15.2)
(7.5)	公社債	63.8	私的年金	26.1	(-0.5)
(0.2)	不動産関連有価証券	0.4	その他	102.4	(44.8)
(1.1)	短期資産等	6.8	海外顧客	33.4	(-15.5)
(28.9)	海外運用	146.0	年金	1.8	(-0.2)
(23.7)	株式	67.6	その他	31.6	(-15.3)
(7.3)	公社債	67.4			
(0.2)	信託受益権	0.3			
(-2.2)	短期資産等	10.8			
(-9.9)	助言資産	35.9	投資助言契約	35.9	(-9.9)
			国内顧客	31.4	(-9.9)
			公的年金	0.0	(0.0)
			私的年金	2.1	(-0.5)
			年金以外	29.3	(-9.5)
			海外顧客	4.5	(-0.0)
			年金	0.5	(0.0)
			年金以外	4.0	(-0.0)
(34.0)	運用・助言資産合計	325.0	契約資産合計	325.0	(34.0)

前年差		投資信託		前年差	
(-1.6)	預金	11.0	証券投資信託	204.9	(7.6)
(3.3)	貸出	9.8	株式投資	189.7	(8.3)
(3.2)	株式等以外の有価証券	16.4	公社債投資	15.2	(-0.8)
(0.0)	国庫短期証券	0.0	うちMMF・MRF	10.9	(-0.6)
(1.1)	国債・財投債	6.6	その他	20.5	(5.8)
(0.1)	CP	2.2			
(2.1)	その他債券	7.1			
(-0.1)	債権流動化関連商品	0.4			
(4.2)	上場株式	48.0			
(0.0)	金融派生商品	0.2			
(3.7)	対外証券投資	95.5			
(0.6)	その他	30.7			
(13.4)	資産合計	225.4	負債・資本合計	225.4	(13.4)

出所

- 「資金循環統計(確報)」 2019年9月 日本銀行
- 「本邦対外資産負債残高」 財務省
- 「平成30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30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 ●各共済組合発表資料
- 日本損害保険協会発表資料

注

- 海外部門の計数は2018年12月末の値

野村総合研究所 金融イノベーション研究部 作成
 NRI金融資産連関の記載内容につきま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製、転載して社外に提供することはできません。
 ©2019 Nomura Research Institute, Ltd. All Rights Reserved.

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)			
運用資産	151.1	預託金	156.8
運用委託	123.9	厚生年金	148.2
信託銀行	17.7	国民年金	8.6
国内債券	2.6	その他	2.37
国内株式	9.1		
外国証券	6.0		
投資顧問	106.1		
国内債券	13.3		
国内株式	29.5		
外国証券	63.3		
自家運用	26.3		
国内債券	26.3		
財投債	0.9		
その他	8.1		
資産合計	159.2	負債・資本合計	159.2

厚生年金			
預託金	148.2	積立金	148.2
GPIF	148.2		
預託金合計	148.2	積立金合計	148.2

国民年金			
預託金	8.6	積立金	8.6
GPIF	8.6		
預託金合計	8.6	積立金合計	8.6

共済			
財政融資資金預託金	2.4	地方公務員等	41.2
委託	39.9	国家公務員	6.6
信託銀行	25.1	私立学校教職員	4.0
生命保険	0.4		
投資顧問	14.4		
自家運用	9.5		
運用資産合計	51.8	積立金合計	51.8

国民年金基金			
委託	4.2	積立金	4.2
信託銀行	1.8		
生命保険	0.0001		
投資顧問	2.4		
運用資産合計	4.2	積立金合計	4.2

中小企業退職金共済制度			
有価証券	2.6	積立金	4.9
金銭信託	2.0		
生命保険	0.2		
その他	0.1		
運用資産合計	4.9	積立金合計	4.9

小規模企業共済制度			
有価証券等	9.0	積立金	9.7
生命保険	0.3		
融資経理貸付金	0.3		
運用資産合計	9.7	積立金合計	9.7

厚生年金基金／確定給付企業年金			
信託(除く特金)	28.8	積立金	70.2
年金信託	26.7	厚生年金基金	13.3
給付専用ファンド	0.05	確定給付企業年金	56.9
年金指定単	2.1	規約型	23.9
生命保険	16.8	基金型	33.0
一般勘定	13.4		
特別勘定	3.4		
投資一任勘定	24.5		
運用資産合計	70.2	積立金合計	70.2

家計			前年差
現金・預金	979.6		(19.2)
現金	92.6		(4.1)
流動性預金	453.7		(27.1)
定期性預金	426.3		(-12.4)
譲渡性預金	0.0		(-0.0)
外貨預金	7.0		(0.4)
株式等以外の有価証券	95.9		(-0.7)
国債・財投債	13.3		(0.9)
金融債	0.0		(-0.0)
事業債	5.8		(0.0)
その他債券	1.9		(-0.1)
投資信託受益証券	70.8		(-1.8)
信託受益権	4.1		(0.2)
株式等	201.8		(-13.9)
上場株式	106.7		(-6.5)
金融派生商品	0.9		(-0.0)
保険・年金	527.3		(4.1)
非生命保険準備金	56.1		(-1.3)
生命保険受給権	219.9		(6.3)
年金受給権	99.9		(-0.9)
年金受給権	152.1		(0.0)
企業年金	126.1		(-0.5)
その他年金	25.9		(0.6)
預け金	16.7		(0.0)
未収・未払金	6.5		(2.1)
対外証券投資	20.2		(-0.6)
その他	6.2		(0.2)
資産合計	1,855.0		(10.4)

民間非金融法人企業			前年差
現金・預金	270.5		(7.7)
現金	8.6		(-0.7)
流動性預金	181.3		(8.1)
定期性預金	51.8		(1.1)
譲渡性預金	14.4		(-1.3)
外貨預金	14.4		(0.4)
貸出	44.2		(3.3)
株式等以外の有価証券	30.4		(1.1)
国債・財投債	7.4		(0.1)
CP	1.6		(-0.3)
金融債	0.5		(-0.1)
事業債	2.1		(-0.1)
その他債券	4.2		(0.1)
投資信託受益証券	1.8		(0.2)
信託受益権	5.9		(0.3)
債権流動化関連商品	6.9		(0.8)
株式等	385.9		(-42.7)
上場株式	121.0		(-10.0)
金融派生商品	1.5		(0.1)
預け金	34.9		(0.5)
企業間・貿易信用	239.5		(1.5)
未収・未払金	3.2		(0.8)
対外直接投資	138.1		(16.3)
対外証券投資	21.6		(-1.5)
その他	22.1		(0.5)
資産合計	1192.0		(-12.5)

公的非金融法人企業			前年差
現金・預金	13.8		(-0.2)
現金	0.0		(0.0)
流動性預金	4.1		(-0.3)
定期性預金	8.3		(0.0)
譲渡性預金	1.4		(0.1)
外貨預金	0.0		(0.0)
貸出	6.8		(0.1)
株式等以外の有価証券	2.2		(0.0)
国庫短期証券	0.0		(0.0)
国債・財投債	0.3		(-0.0)
CP	0.1		(-0.0)
金融債	0.0		(-0.0)
事業債	0.6		(0.1)
その他債券	0.8		(-0.0)
投資信託受益証券	0.2		(-0.0)
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	22.4		(-1.2)
上場株式	14.4		(-1.4)
預け金	0.6		(-0.6)
企業間・貿易信用	2.4		(0.0)
未収・未払金	1.9		(-0.0)
対外直接投資	1.7		(0.0)
対外証券投資	0.3		(0.0)
その他	0.9		(-0.0)
資産合計	53.0		(-1.9)

第1章

金融資産連関表の構造と本レポートの位置づけ

『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、投資顧問などに流れている。

野村総合研究所(以下、NRI)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大きく変わろうとしていた頃だったが、そういった資金循環の変化をわかりやすく「見える化」できないか、というのが『金融資産連関表』を作成した背景だった。

NRIでは最初に『金融資産連関表』を作成して以降、その時々々の経済構造に即して修正しながら毎年作成してきた。特に、財政赤字の長期化や、日本銀行による「量的・

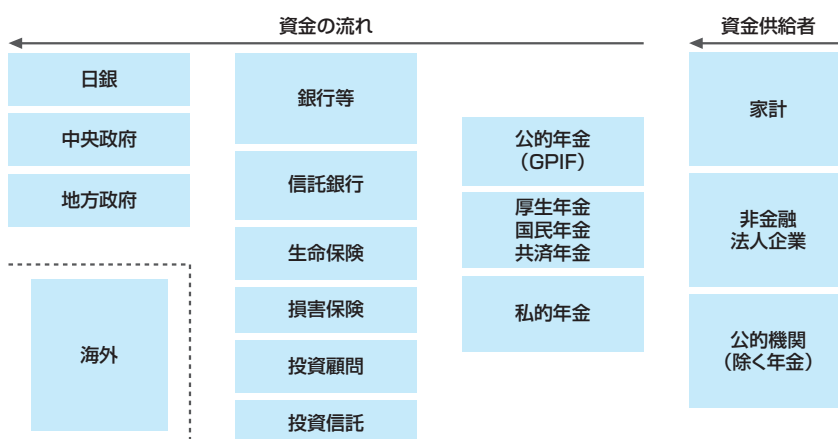
質的金融緩和」によって、政府・日銀の金融資産と負債の規模は無視しえない水準にまで増加した。このため、作成開始当初は表示していなかった政府と日銀も最近の版では取り上げるようにした。

一方で、『金融資産連関表』は、版を重ねる中でいくつかの課題が明らかになってきた。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。また、『金融資産連関表』に掲載されているほぼすべての計数は、前年度末のデータである。例えば、本稿と同じタイミングで公表されるカレンダー『金融資産連関 2020』は、「2020」と銘打っておきながら、掲載されている数値のほとんどは2019年3月末時点のものになっている。これは、利用するデータソースの問題でどうしようもないのだが、結果的に『金融資産連関表』だけから意味のある特徴を読み取ろうとすると、情報の質や鮮度の面でどうしても不足が出てしまう。

こういった点を補うために、2014年度以降、『金融資産

連関表』を作成する際、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てきた。本稿はそれらの続編として位置付けられるものであり、日銀が「異次元緩和」に着手してから6年経過する中で、各経済主体がどのように金融資産の構成を変化させたか(あるいはさせなかったか)について、特徴的な点を整理している。

図表1 金融資産連関表の構成



(出所)野村総合研究所

第2章

節目を迎えた「量的拡大」

1. 日本銀行・政府部門の動向

節目を迎えた「異次元緩和」

「量的拡大」のペースダウンが鮮明に

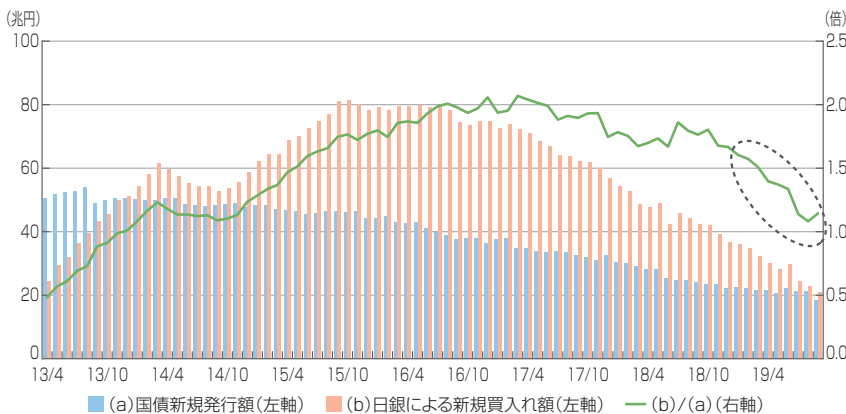
日本銀行は、2016年9月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」いわゆるイールドカーブコントロールを

導入して以降、大規模な国債買入れを継続しながら、長短の金利を目標水準（短期▲0.1%、長期0%）に誘導する政策を維持してきた。2019年中に採られた変更点としては、適格担保の範囲拡充やフォワードガイダンスの明確化などが挙げられるが、政策の枠組み自体に大きな変更はなかった。ただし一点だけ、2019年に入ってか

ら明確になった傾向がある。それは、異次元緩和の柱の一つであった「量的拡大」のペースダウンが鮮明になったことである。

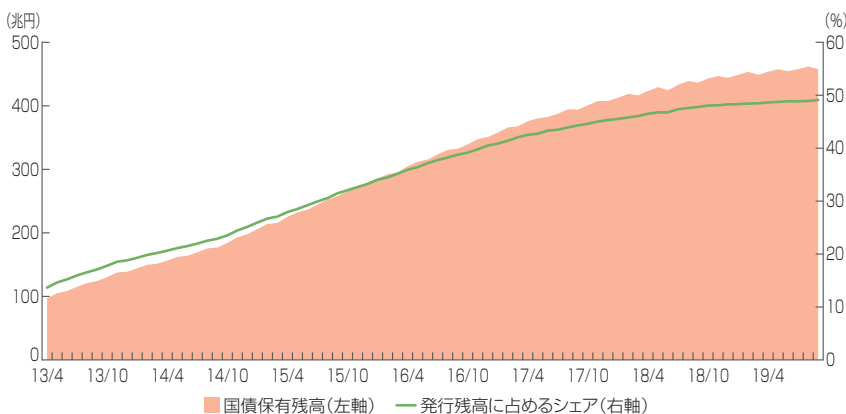
図表2は、日銀の国債買入れ額（保有残高の年間増加額）と国債の新規発行額（発行残高の年間増加額）を示している。ここから明らかな通り、日銀による国債買入れの金額が減少したのは、イールドカーブコントロールが導入された2016年9月頃から始まっていたことではあるが、新規発行額との対比でみると高水準での買入れが継続されてきた。それを表したのが図表2の折れ線グラフである。16年9月以降も発行額対比でみて1.5倍～2倍程度の規模で買入れを続けてきたことがわかる。これは、日銀の買入れが縮小した裏側で、プライマリーバランスの赤字幅が縮小したことや、低金利環境のもとで利払い費が抑制されたことによって新規の国債発

図表2 国債の新規発行額と日銀による新規買入れ額



(注) 上記のグラフの最新時点は2019年9月末
(出所) 財務省・日本銀行のデータを基に野村総合研究所作成

図表3 日本銀行の国債保有残高と保有シェア



(出所) 財務省・日本銀行のデータを基に野村総合研究所作成

行額も抑制されてきたためである。結果的に、日銀の買入れ額自体は縮小したものの、市場全体の需給関係に与える影響の大きさは、依然として大きかった訳である。

しかしながら、2019年入り後は、日銀による国債買入れ額はさらに縮小を続け、19年9月には約21兆円にまで縮小した。これは、国債の新規発行額との対比でみてほぼ同じ水準であり、「新規発行額を上回る規模の国債を買入れる」状況ではなくなってきた。日銀による長期国債の保有残高は19年9月末時点で約460兆円であり、発行残高に占める保有シェアは49%である（図表

3)。今後の国債買入れのペースは、誘導目標である長期金利の動向次第ではあるが、フローの面では新規発行額と同額の国債を買入れる、ストックの面では発行残高に占めるシェアは50%前後を維持、というのが一つの均衡点として定着する可能性が高いと思われる。

長期金利が再びマイナス圏に突入 新発国債の大半がマイナス金利発行に

2019年に定着したもう一つの傾向は、長期金利が再びマイナス圏で推移するようになったことである（図表

図表4 長期金利の推移



(出所) 財務省資料を基に野村総合研究所作成

図表5 2019年の長期国債の発行状況(上段:発行額 下段:募集平均利回り)

発行月	2年債	5年債	10年債	20年債	30年債	40年債
1月	22,990 (▲0.127%)	22,983 (▲0.144%)	22,353 (0.015%)	11,333 (0.467%)	7,622 (0.715%)	3,995 (0.740%)
2月	22,700 (▲0.167%)	22,980 (▲0.151%)	25,279 (▲0.013%)	11,175 (0.419%)	6,991 (0.587%)	—
3月	21,072 (▲0.154%)	22,530 (▲0.157%)	22,329 (▲0.002%)	11,434 (0.391%)	7,397 (0.621%)	4,133 (0.610%)
4月	22,277 (▲0.175%)	20,912 (▲0.164%)	24,124 (▲0.060%)	9,894 (0.366%)	7,473 (0.540%)	—
5月	19,991 (▲0.152%)	21,199 (▲0.170%)	20,994 (▲0.060%)	10,072 (0.359%)	6,994 (0.529%)	4,045 (0.535%)
6月	19,992 (▲0.169%)	21,185 (▲0.228%)	20,992 (▲0.106%)	10,170 (0.208%)	6,997 (0.319%)	—
7月	20,555 (▲0.216%)	19,496 (▲0.233%)	20,992 (▲0.139%)	10,181 (0.249%)	7,994 (0.357%)	3,996 (0.425%)
8月	21,874 (▲0.211%)	21,817 (▲0.314%)	20,991 (▲0.152%)	10,187 (0.110%)	6,993 (0.292%)	—
9月	21,226 (▲0.311%)	18,995 (▲0.308%)	24,124 (▲0.265%)	9,493 (0.140%)	7,976 (0.205%)	4,556 (0.435%)

マイナス金利発行: 52兆円

合計: 69兆円

(注) 40年債の利回りは募集最高利回り。物価連動債は除く
(出所) 財務省資料を基に野村総合研究所作成

4)。前述の通り、日本銀行は長期金利(10年物国債利回り)を0%程度、より厳密には±0.2%の範囲に誘導する政策を維持してきた。18年までは若干のプラスで推移してきた長期金利は、2019年1月以降はほぼ一貫してマイナス圏を推移するようになり、8月頃には▲0.2%を割り込むまでに低下した。本稿執筆時点(19年10月)では若干持ち直しているものの、依然としてマイナス圏を推移している。背景には、世界景気の不確実性の高まりや、米国の連邦準備制度理事会(FRB)による相次ぐ利下げ(7月・9月・10月で合計0.75%ポイント)などを受け、日本の国債金利に大きな低下圧力が加わったことがある。

流通市場でのマイナスの長期金利は、発行市場にも影響し、10年国債の募集利回りが19年2月発行分以降、マイナスとなった。募集利回りがマイナスとはいわゆるゼロ金利、ないしは極めてゼロに近い金利のオーバー発行の状態を意味し、借金をするはずの政

府が金利を受け取ることになる。この状況は、2年債と5年債の発行では16年以降定着していたのだが、19年は10年債も加わるようになった(図表5)。2019年9月までの実績をみると、2年債・5年債・10年債の発行額は、長期国債全体の76%を占める。同じくマイナス金利の発行が続く国庫短期証券も含めると、政府による資金調達の大半がマイナス金利で実行されていることになる。

現在、政府が進める財政再建計画は、名目金利と名目成長率がほぼ同じか、若干名目金利のほうが高くなるという前提のもと、政府債務残高のGDP比を将来にわたって維持する(発散させない)ための条件として、プライマリーバランスの黒字化が必須とされている。ところが、異次元緩和開始から6年間の平均をとると、名目長期金

利(10年国債利回り)は約0.3%、名目成長率は約2%である。今のようなマイナスの長期金利がこの先も続くと、今は真逆の前提、すなわち成長率が金利を上回る前提で、財政再建計画を練り直す必要が生じる可能性がある。仮にそうなった場合、今は黒字化が必須とされるプライマリーバランスも、理屈の上ではある程度の赤字が許容されることになり、マクロ政策における財政政策の比重が一層高まるだろう。

2. 銀行部門の動向

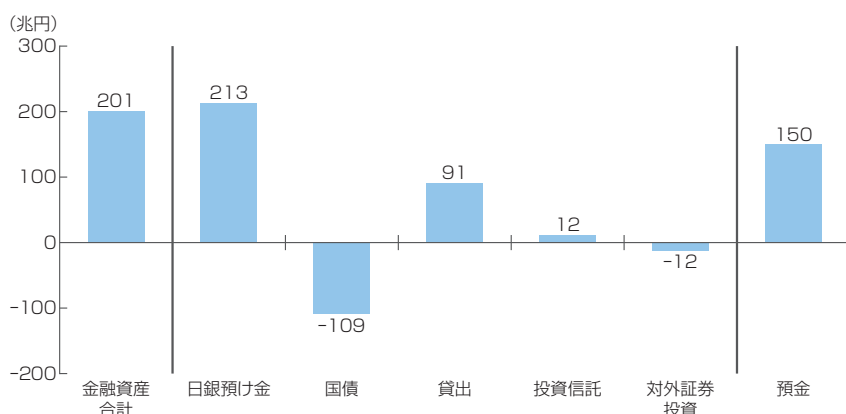
預金・貸出の両面で「量的拡大」は縮小

図表6は、異次元緩和が開始された2013年4月以降

の国内銀行(海外拠点や海外支店分は含まない)による主な金融資産の増減(時価変動による影響は除く)を累積させたものである。まず目につくのは、「日銀預け金」が213兆円増加する一方で、「国債」が109兆円減少している点である。これはいうまでもなく、日銀が大規模な国債買入れを進める中で、民間銀行が買いオペに応じた結果である。ただし、前述の通り、日銀による国債買入れのペースが縮小しているため、銀行の保有国債残高の減少幅と日銀預け金の増加幅は縮小している。なお、国債の減少幅以上に日銀預け金の増加幅が大きいのは、民間銀行が買いオペに応じる際、もともと保有していた国債だけではなく、新規に発行された国債もすぐに日銀に対して売却したためである。

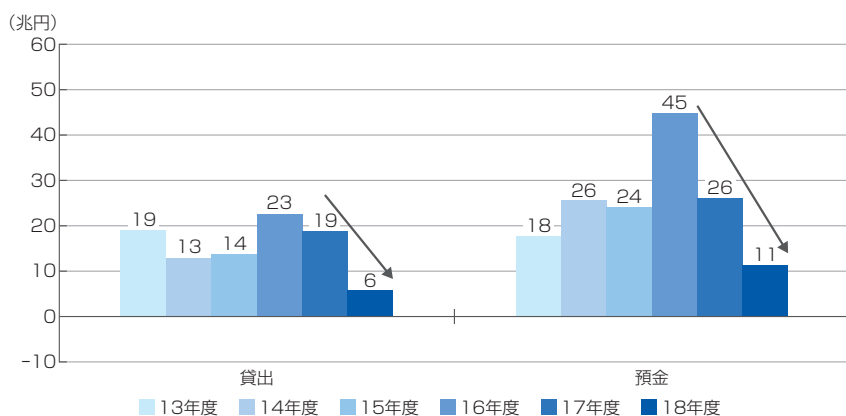
この他に大きな項目としては、「貸出」が91兆円、「預金」が150兆円増加している。この間の貸出

図表6 国内銀行の金融資産増減額(2013年4月～19年6月の累積値)



(注)各項目の合計は「金融資産合計」と一致しない。「国債」には国庫短期証券を含む
(出所)日本銀行資料を基に野村総合研究所作成

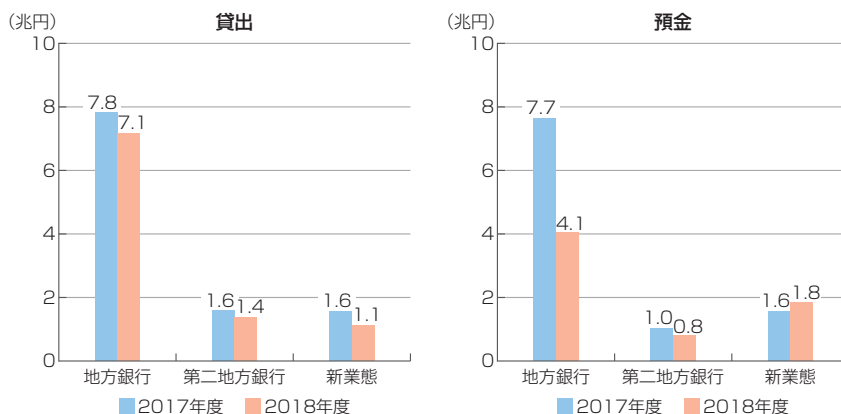
図表7 国内銀行の貸出残高・預金残高の年間増加額



(出所)日本銀行資料を基に野村総合研究所作成

増加を牽引してきたのは、主に中小企業向け貸出と個人向けの住宅ローンであった。ただし、期間をもう少し細かく分けてみると、16年度をピークに、17・18年度は、貸出・預金ともに増加幅が急激に縮小している(図表7)。先ほど、金融政策の面で量的拡大が節目を迎えたと指摘したが、銀行部門の貸出と預金にも同じことがいえる。

図表8 貸出残高・預金残高の年間増加額(業態別)



(注) 地方銀行、第二地方銀行の計数は、18年4月のさらぼし銀行発足(八千代銀行、東京都民銀行、新銀行東京の合併)による影響を調整している
(出所) 日本銀行資料、各行開示資料を基に野村総合研究所作成

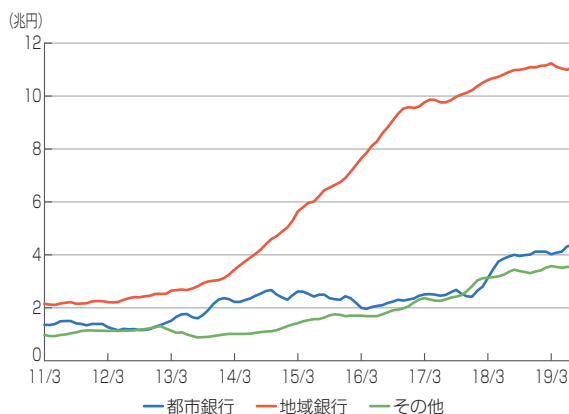
急拡大を続ける新業態銀行 預金獲得能力の高さが際立つ

量的拡大の縮小は、ほぼすべての業態に共通してみられる現象だが例外もある。それは、「新業態」の銀行だ。本稿では、じぶん銀行、ソニー銀行、住信SBIネット銀行、楽天銀行、イオン銀行の5行を「新業態」と呼んでいるが、これら5行は、規模こそまだ大きくはないものの、「1年間の伸び幅」でみると、近年プレゼンスを急速に拡大している。例えば、17年度・18年度の預金の増加額をみると、第二地銀全体で1.0兆円、0.8兆円だったのに対し、新業態銀行は1.6兆円、1.8兆円、既に第二地銀全体を凌駕する勢いで預金を獲得している(図表8)。貸出残高の伸びを見ても、預金ほどではないものの、第二地銀全体に匹敵するペースで伸ばしている。こういった「新業態」のプレゼンス拡大が目立ってきたのはここ3年ほどのことである。小売や通信など非金融の事業者を母体とする銀行が多く、独自の顧客接点とユーザーインターフェイスを武器にハイペースで業容を拡大しており、このトレンドは今後も続くと思われる。ただ、18年度だけを見れば、預金の増加に対して貸出の増加がやや鈍化している。これは、新業態といえども、資金需要の縮小という日本全体に共通するハードルを乗り越えるのは容易ではないことを示唆しているようにも思える。その意味では、新業態銀行がこういった形で収益源を確保しているのか、貸出に拘るのかどうかも含め、今後の動向が注目される。

銀行ファンド投資の伸びも鈍化

再び図表6に戻ると、「投資信託受益証券」(ファンド投資とみられる)も、12兆円と金額は小さいが着実に増加している。このファンド投資に関して日本銀行の「民間金融機関の資産・負債」のデータから業態別の動向をみると、異次元緩和が開始された2013年4月を境に、特に地域銀行(地方銀行と第二地方銀行)を中心にファンド投資を拡大させてきたことがわかる(図表9)。これは、低金利環境が継続する中、相対的にリターンが見込めるファンド投資(主に外債)に傾斜していった結果である。特に、2014・15・16年度は、地域銀行の1年間の預金増分の30%近くがファンド投資に向かっていた(図表10)。保有残高でみると10兆円前後と小規模ではあるが、フロー

図表9 ファンド投資残高の推移



(注) 「地域銀行」は地方銀行・第二地方銀行の合計。数値は後方3ヶ月移動平均
(出所) 日本銀行資料を基に野村総合研究所作成

の観点からみるとファンド投資が運用の重要な一部を占めていた。

しかしながら、この動きは2017年度を境に一変し、預金増分に対するファンド投資の増加分の比率は、17年度が8%、18年度が11%と明らかに鈍化した。海外の

金利環境などで不確実性が高まったことや、管理態勢をはじめとした内部リソースの制約などがあったためと思われる。さらに、2019年度より、財務諸表の開示フォーマットが変更され、ファンド解約益がコア業務純益から除外されることになった。地域銀行によるファンド投資のインセンティブの一つに、コア業務純益の底上げがあったことを踏まえると、銀行によるファンド投資はあまり伸びない可能性が高い。

図表10 ファンド投資残高と預金残高の増加額(地域銀行分)

(億円)

	(a) ファンド投資残高増加額	(b) 預金残高増加額	(a) ÷ (b)
2013年度	8,790	89,285	10%
2014年度	26,326	92,875	28%
2015年度	17,658	60,277	29%
2016年度	19,082	75,910	25%
2017年度	7,360	87,356	8%
2018年度	5,253	48,550	11%

(注)「地域銀行」は地方銀行・第二地方銀行の合計
(出所) 日本銀行資料を基に野村総合研究所作成

3. 生保・年金基金・家計部門の動向

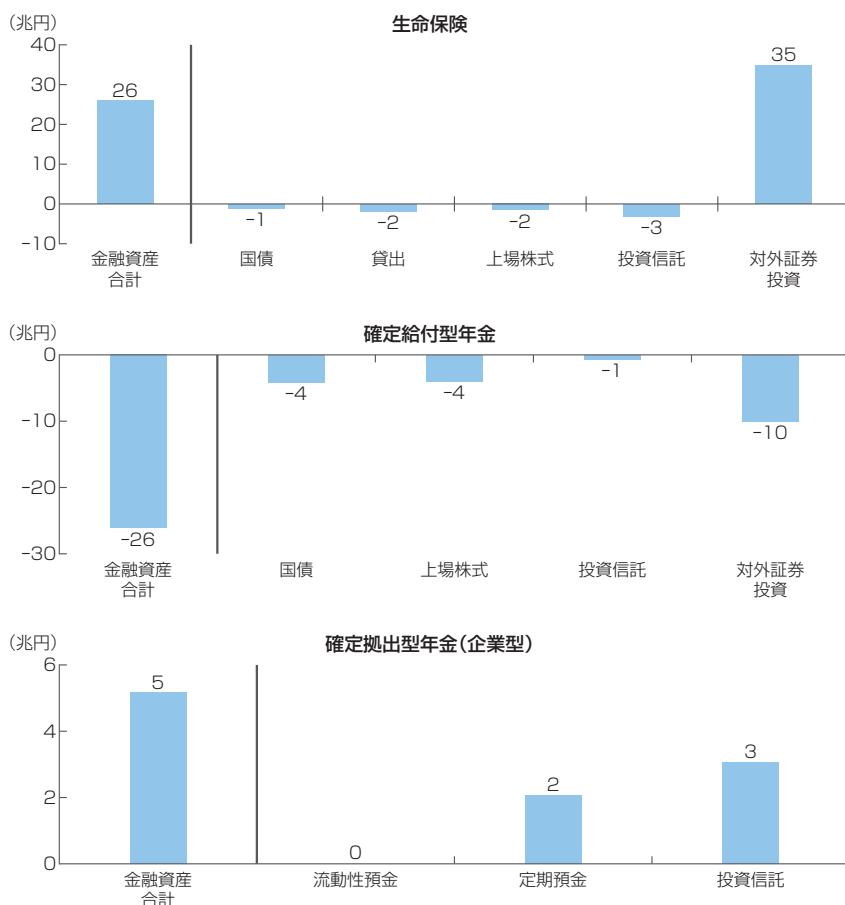
生命保険会社は引き続き外債シフトを継続

図表11は、生命保険、年金基金(確定給付年金・確定拠出年金(企業型))における金融資産の増減(時価変動による影響は除く)を、図表6と同じく2013年4月以降累積したものである。

生命保険会社については、国債や国内株式への投資を抑制する一方で、対外証券投資(大半は外国債券)を拡充させる動きが定着した。2013年4月以降の累積投資額は約35兆円だが、このうち6割にあたる21兆円は、マイナス金利政策が導入された2016年4月以降に積み上げられたものだ。各種報道によると、生保各社が発表した2019年度下期の運用計画では、引き続き外債への投資を強化することに加え、プライベートエクイティや不動産、インフラなどのオルタナティブ投資も積極的に検討する会社が増えたようだ。

企業年金のうち、確定給付型年金(DB)については図表11に示す通り、資産総額そのものが減少している。これは、厚生年金基金

図表11 各主体の金融資産増減額(2013年4月～19年6月の累積値)



(注)各項目の合計は「金融資産合計」と一致しない
(出所) 日本銀行資料を基に野村総合研究所作成

の解散や代行返上が継続していることが背景にあると思われる。これに対して、確定拠出型年金（企業型DC）は、保険・年金基金の資金の動きに、それほど大きな変化はみられない。

1,800兆円を超える家計金融資産

「現預金志向」に大きな変化なし

家計部門については、一貫して金融資産の増加が続いており、異次元緩和以降の6年間で金融資産は122兆円増加し、時価の影響も加味した2019年6月末時点の金融資産の残高は1,855兆円に達した。ただし、増えた金融資産の内訳（時価変動を除く）をみると、最も増加幅が大きい資産は「現金・預金」でプラス124兆円、次いで「生

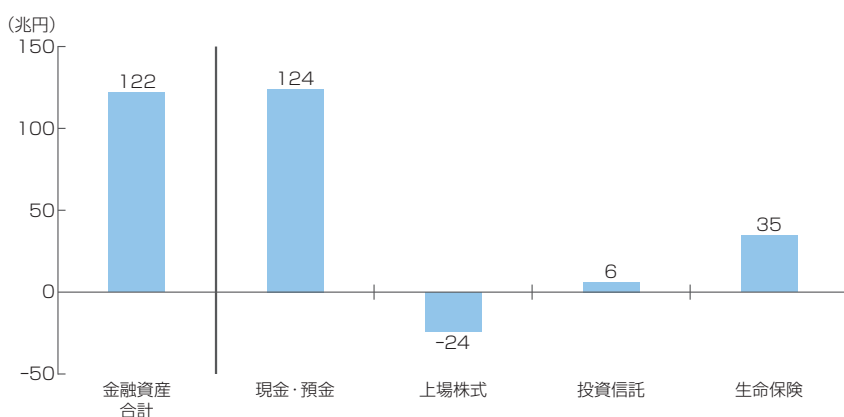
命保険受給権」のプラス35兆円であった（図表12）。いわゆる「貯蓄から投資（資産形成）へ」の取組みにおいて中核とされる「投資信託」はプラス6兆円と増加しているものの、上場株式はマイナス24兆円となっており、両方あわせるとむしろ逆行しているようにも見える。「貯蓄から投資へ」という政策スローガン自体は20年近くも前から叫ばれているが、依然として家計の「現金・預金志向」に大きな変化がないのが実状だ。

19年6月にNISA口座の開設数が1,300万口座を突破し、累計買付額は17兆円にまで達した。また、iDeCoの加入者数も順調に増加し、8月時点で134万人となっている。マクロデータの動きに表れるまでにはなっていないが、個人の間で長期の資産形成が徐々に根付き始め

ていることもまた事実であろう。

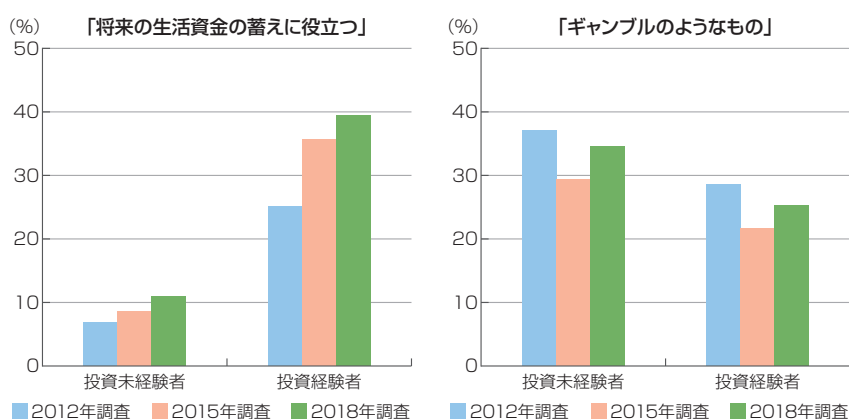
今年、いわゆる「2000万円問題」や公的年金の財政検証結果の公表など、普段は投資に関心を持たない人も、長期の資産形成を意識する出来事が多い年でもあった。特に、公的年金の財政検証の結果からは、経済が最も良い想定で推移したとしても受給できる年金額は減ることが改めて確認された。日本証券業協会のアンケート調査をみると、一般の個人が抱く証券投資に対するイメージも、「ギャンブルのようなもの」から「将来の生活資金の蓄えに役立つ」ものに変ってきている（図表13）。これらを踏まえると、毎年の動きは緩慢ではあるが、長期の資産形成手段として投資が浸透し、家計金融資産構成の最適化が進んでいく方向にあるといえるだろう。

図表12 家計の金融資産増減額（2013年4月～19年6月の累積）



(注) 各項目の合計は「金融資産合計」と一致しない
(出所) 日本銀行資料を基に野村総合研究所作成

図表13 証券投資に対するイメージの変化



(注) サンプル数は調査年順に、投資未経験者が5203、5163、5229であり、投資経験者が1298、1308、1305であった
(出所) 日本証券業協会「証券投資に関する全国調査」を基に野村総合研究所作成

4. 2020年以降の注目点

最後に、今後の注目点をまとめておこう。

第一に、消費税率引き上げによる影響である。19年10月1日から、消費税率が予定通り8%から10%に引き上げられた。14年4月の税率引き上げ時(5%→8%)の教訓を活かし、今回は軽減税率、キャッシュレスポイント還元をはじめ、幅広い対策が既に採られている。日本銀行の「展望レポート」(18年4月)によれば、家計部門のネット負担額は、前回増税時が8.0兆円だったのに対して今回は2.2兆円、単純計算で前回比4分の1まで抑制されている。本稿執筆時点では、増税による影響はまだ見えていないが、仮に想定以上に家計消費の落ち込みや、それに伴う景気の減速が激しい場合は、追加の経済対策が採られることになるだろう。10月31日に開催された日本銀行の金融政策決定会合では、大きな政策変更は決定されなかったものの、公表された文書を読む限り、将来的な追加緩和を示唆する内容だと理解できる。10月の家計消費の実績(総務省の『家計調査』)は12月に公表され、10-12月期のGDP(1次速報)は2020年2月に公表される予定だ。そこで確認される実績次第では、金融・財政といったマクロ政策による追加の対応が実施される可能性がある。

第二に、金融制度改革に関する論議の動向である。一口に「制度」と言っても幅が広いが、長い目で見て大きな資金の流れを変えるきっかけとして筆者が注目しているのは、次の2つのテーマだ。一つ目は、デジタル通貨による給与支払い解禁に向けた制度設計である。ここでいう「デジタル通貨」とは、資金移動業者が提供する口座を指す。19年6月に公表された政府の成長戦略では、資金移動業者の口座でも給与を受け取ることが可能になるよう、必要な制度設計を進めると明記され、労働者保護等の必要な条件がクリアされることを前提に、「2020年度から開始」とされている。現在、厚生労働省を中心に詳細な制度設計が進められているとみられるが、仮に計画通りに進めば、2020年度からは解禁される。資金移動業という馴染みが薄いかもしれないが、LINE Pay、

PayPay、楽天ペイなどの決済アプリをイメージするとわかりやすい。仮にこの「給振解禁」が実現すれば、決済アプリ(ウォレット)で給与を受け取ることが可能になる。年間の給与支払総額が約240兆円であることをふまえると、一部だけにデジタル通貨が使われたとしても、「兆円単位」で資金の流れが変わることになり、潜在的な影響は大きいと思われる。

もう一つのテーマは、金融サービス仲介法制的横断化である。金融審議会の「金融制度スタディ・グループ」は19年7月26日に「[決済]法制及び金融サービス仲介法制に係る制度整備についての報告<基本的な考え方>」を公表した。この中で、主としてスマホやタブレットなどのオンラインを念頭に、銀行代理業・金融商品仲介業・保険募集人といった各種の仲介業のライセンスを一本化する提案が盛り込まれた。この提案の趣旨は、スマホやタブレットのアプリを入口に、決済だけでなく、融資・投資・保険に至るまでの幅広い金融サービスをシームレスに提供する「ワンストップ」窓口を実現することにある。報告書が公表された当初は、既存の仲介業や金融機関等との関係から実現可能性を疑問視する声も多くみられたが、本稿執筆時点では、金融審議会に「決済法制及び金融サービス仲介法制に関するワーキング・グループ」が設置され、実務的な検討が進められている。

給振解禁は厚生労働省、金融サービス仲介法制は金融庁と、2つのテーマは一見すると別物のように見えるが、共通しているのは「スマホ」である。ここで取り上げた制度改正が実現すれば、給与の受取から決済だけに留まらず、融資・投資・保険といった金融サービスの活用に至るまでの一連のプロセスを、スマホのアプリで完結できるようになる。いわば、キャッシュレスの浸透だけでなく、オンラインを通じた金融サービスの供給構造が大きく変わる可能性がある訳だが、2020年は、その契機となる制度改正が大きく前進する年となるだろう。



著者紹介



竹端 克利

Katsutoshi Takehana

金融イノベーション研究部
上級研究員

focus@nri.co.jp

専門は、マクロ経済分析、資金循環分析、通貨・金融制度

金融資産連関2019 — 節目を迎えた「量的拡大」 —

金融ITフォーカス特別号

発行日 2019年12月1日

発行 株式会社野村総合研究所
〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-9-2
大手町フィナンシャルシティグランキューブ
<http://www.nri.com/jp>

発行人 林 滋樹

編集人 河合 孝

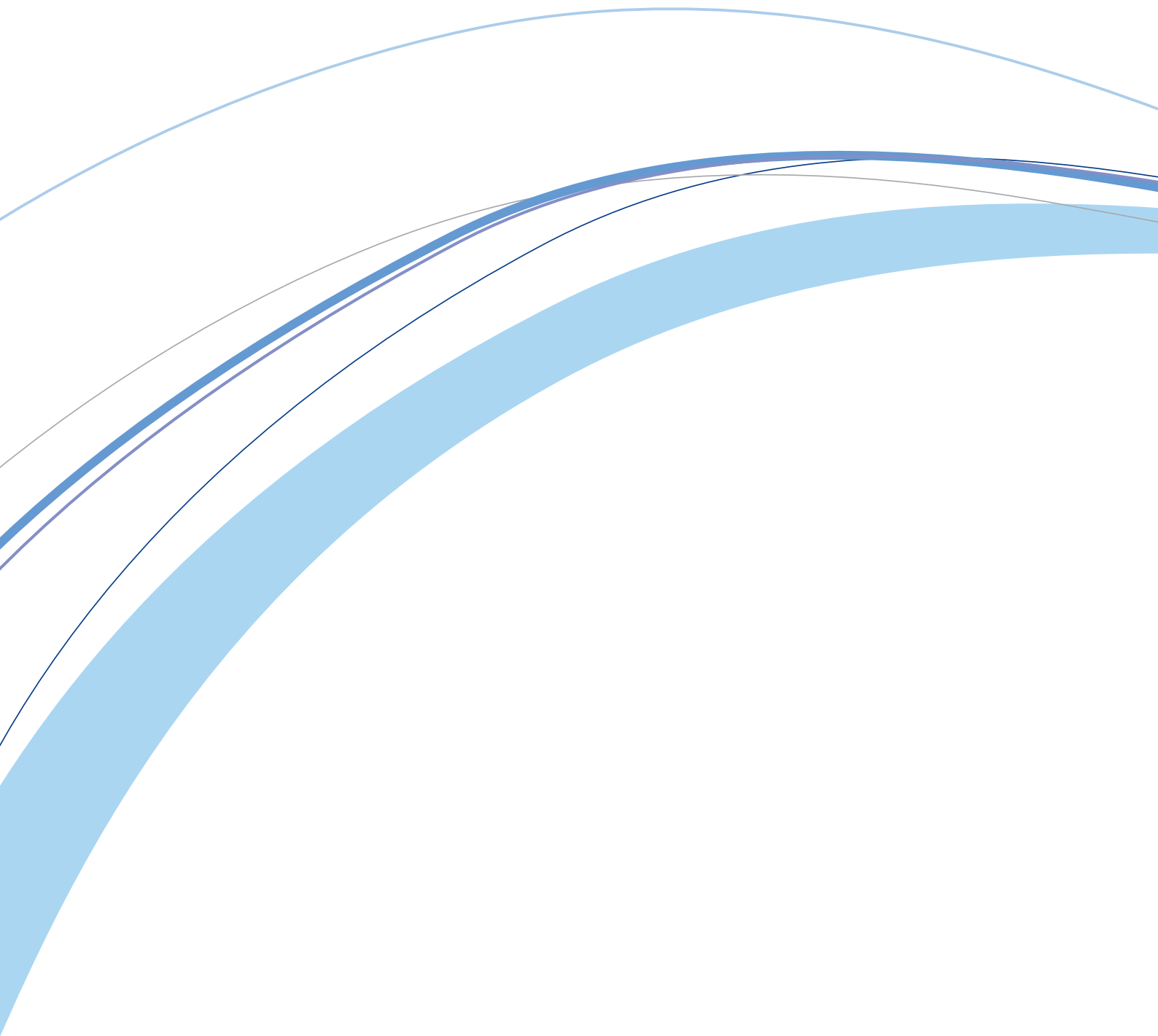
編集 金融イノベーション研究部

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 金融イノベーション研究部
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