

量的・質的金融緩和以降の投資フローの変化

【ポイント】

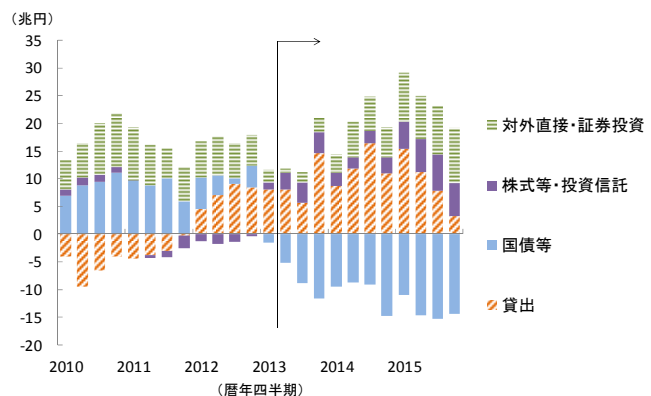
1. 日銀のマイナス金利政策導入後、預金金利はほぼゼロとなり、家計や企業では資金の運用を再考する機運が高まっており、今後の投資フローが注目される。
2. 量的・質的金融緩和以降の投資フローの変化を振り返ると、円安・株高傾向という環境のなか、リスク性資産への資金流入超過が確認できる。
3. しかし、昨年夏場以降、金融資本市場が不安定化するなかで、日銀の狙い通りに資産のポートフォリオ・リバランスの動きが強まっていくとは考えづらい。

2013年4月、日銀が量的・質的金融緩和を開始し、直近では1月にマイナス金利政策を導入した。黒田総裁は会見でその効果について、イールドカーブを押し下げることにより、「実質金利の低下が消費や投資にプラスに効く」ことに加え、量的・質的金融緩和の導入時と同様「資産のポートフォリオ・リバランスが起これ、それが経済の拡大にプラスに影響する」としている。足元では預金金利はほぼゼロとなり、家計や企業では資金の運用を再考する機運が高まっており、今後の動向が注目される場所である。そこで、本稿では、2013年以降の銀行や家計など主な主体における投資フローの動向を確認したい。

1. 全体ではリスク性資産への資金流入超過が継続

はじめに、資金循環統計のフロー表を用いて主な資産に対する投資フローをみてみたい。2013年以降、日銀の国債買入が続くなかで、日銀以外の主体全体では国債保有を減らす動きが続いている（図表1）。一方、株式等・投資信託については資金流入超過が続いている。貸出については緩和開始以前の2012年頃から増加傾向となり、足元はややその動きが鈍化している。また対外直接投資・証券投資については、2013年以前からの増加傾向が続いている。このように、全体で見ると、リスク性資産へ資金が向かう動きが確認できるが、以下では、株式等・投資信託、貸出、対外証券投資について詳細にみていきたい。

図表1. 日銀以外の主体による投資フロー



(資料) 日銀「資金循環統計」より富国生命作成
(備考) 4四半期移動平均値、国債等は国債・財投債、国庫短期証券合計。

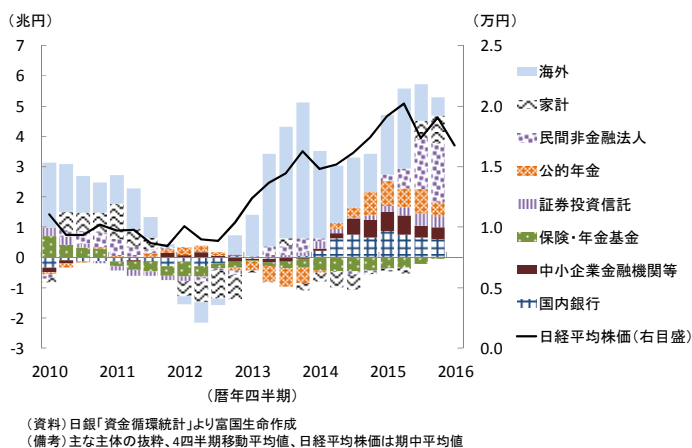
(1) 株式等・投資信託の動向

2013年以降、全体で投資フローが流入超過に転じている株式等・投資信託について投資主体別に確認する。その増加の原動力は海外部門となっている。アベノミクスへの期待感などから2012年10～12月期以降、大幅に投資フローが増加傾向となり、これとともに日経平均株価は上昇基調となった（図表2）。そうした良好な投資環境のなか、2014年頃からは国内

銀行、中小企業金融機関等、公的年金などで投資フローが増加傾向にあり、リスク性資産へ資金を振り向ける動きがみられる。中小企業金融機関等に含まれるゆうちょ銀行は、昨年末時点で約 200 兆円の資産を保有し、その約 4 割、約 84 兆円を国債で運用している。金利低下による利息収入の落ち込みが懸念されることから、国債への依存度を下げるため、中期経営計画で外国債券や株式などリスク性資産を 2014 年度末の 46 兆円から 3 年間で 60 兆円に増やす目標を掲げ、これに向けた動きも中小企業金融機関等の投資フローを押し上げる要因となっている。また、公的年金については、2014 年 10 月に GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が基本ポートフォリオを見直し、株式の保有割合を 12% から 25% へと大幅に高めたことを映して配分調整のための資金流入超過が続いている。一方、保険・年金基金については資金流出超過が続いており、これは含み益の実現や時価評価額の増加による資産構成の変化を修正する動きによるものと考えられる。もっとも、昨年夏場以降、金融資本市場が不安定化しており、こうした主体別の投資フローにも変化がみられる。自社株買いによる民間非金融法人の増加が全体の下支え役となっているものの、海外部門においてはアベノミクスへの期待感が薄れて投資フローは急速に減少し、国内銀行や公的年金などの増加ペースも鈍化している。先行き、投資環境が不安定ななかでリスクを取る動きが強まっていくことは考えづらい。

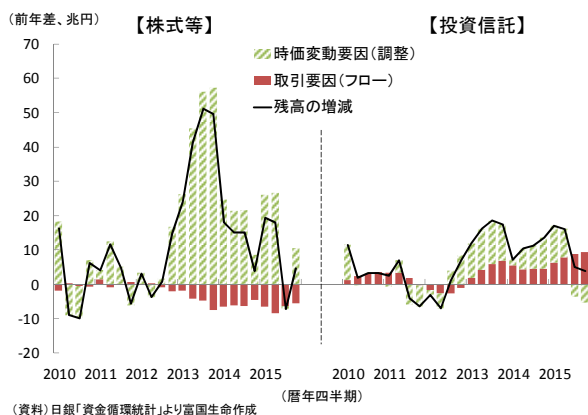
家計の株式等・投資信託への投資フローはどうだろうか。図表 3 は株式等、投資信託について、それぞれの残高の変化を取引要因（フロー）と時価変動要因（調整）に分けてみたものである。株式等の残高は増加しているものの、その要因は時価の上昇によるもので、取引要因は株式等からの資金流出超過を示しており、時価の大幅な上昇を受けた利益確定売りの動きが影響したと考えられる。一方、2014 年 1 月開始の NISA（小額投資非課税制度）の投資対象に成り得る投資信託については、投資フローは流入超過が続き、足元ではその勢いがやや増している。このように家計全体のフローに着目すると、結果的に株式等から投

図表 2. 株式等・投資信託への投資フロー

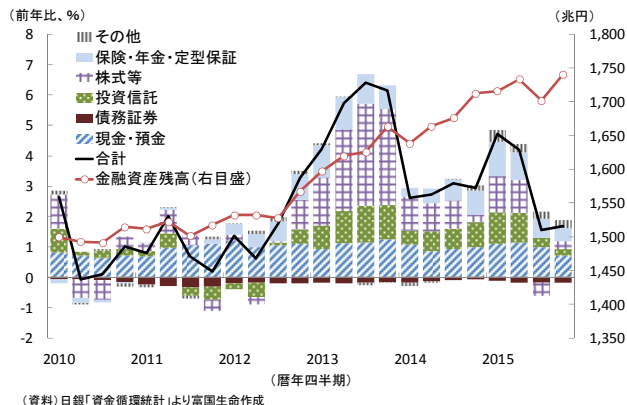


また、公的年金については、2014 年 10 月に GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が基本ポートフォリオを見直し、株式の保有割合を 12% から 25% へと大幅に高めたことを映して配分調整のための資金流入超過が続いている。一方、保険・年金基金については資金流出超過が続いており、これは含み益の実現や時価評価額の増加による資産構成の変化を修正する動きによるものと考えられる。

図表 3. 家計の株式等と投資信託の残高変化



図表 4. 家計の金融資産残高と増減率



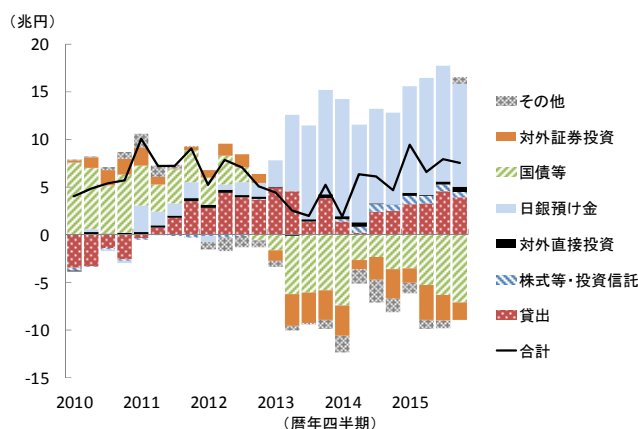
資信託に振り替わるという構図になっている。

なお、家計の金融資産残高については、2015年12月末時点では1,740兆円となり、過去最高を更新している（図表4）。内訳をみると、時価上昇により株式等・投資信託などリスク性資産の残高は増加しているが、先に指摘した通り、投資フローでみると資金を振り向ける動きは確認できない。結果として現預金の残高が年10兆円を超えるペースで増加し、2015年12月末時点で900兆円を超えている。貯蓄額の多い高齢者世帯の増加がその背景にあると考えられるが、社会保障負担の増加による将来不安、家計の節約志向による個人消費の不振を映している面もある。NISA開始や日本郵政グループ上場など、家計が資産運用に目を向ける契機となるイベントが多くみられたものの、それでもリスク性資産に資金を振り向けるという動きは限定的であった。先行きについては、預金金利がほぼゼロとなるなか、家計が資産運用を見直す機運はあるが、良好な投資環境下でも限定的であった「貯蓄から投資へ」の動きが、不安定化した投資環境のなかで進捗するかは不透明である。

（2）貸出の動向

次に、国内銀行の貸出動向を確認したい。国内銀行の投資フローをみると、日銀の大規模な買入に応じる形で国債等が大幅なマイナスとなっているほか、対外証券投資も減少している（図表5）。一方で、日銀預け金が大幅に増加し、貸出は2011年以降の増加傾向が続いている。貸出先別に貸出残高の伸びをみると、量的・質的金融緩和開始当初は、堅調な個人向けに比べて企業向けの貸出は伸び悩んでいたが、景気が緩やかに持ち直すなかで、非製造業を中心に増加している（図表6）。また2015年頃からは海外向け貸出の伸び率が高まっている。

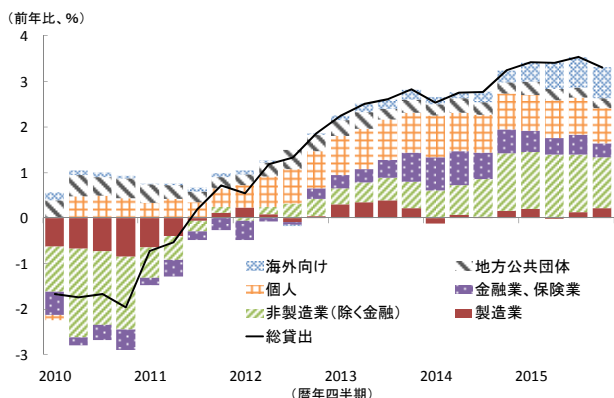
図表5. 国内銀行の投資フロー



（資料）日銀「資金循環統計」より富国生命作成
（備考）四半期移動平均値

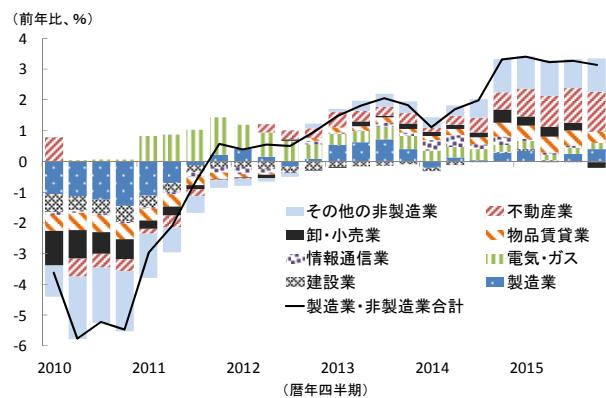
非製造業向け貸出について、2013年以降の業種別の推移をみると、電気・ガス向けの貸出は、2011年の原発事故後にストップした社債発行が徐々に再開してきたことなどから、貸出増加ペースは鈍化している（図表7）。その一方、情報通信業、物品賃貸業などの業種が増加

図表6. 貸出先別の貸出残高の伸び



（資料）日銀「貸出先別貸出金」より富国生命作成

図表7. 業種別の貸出先別貸出残高の伸び



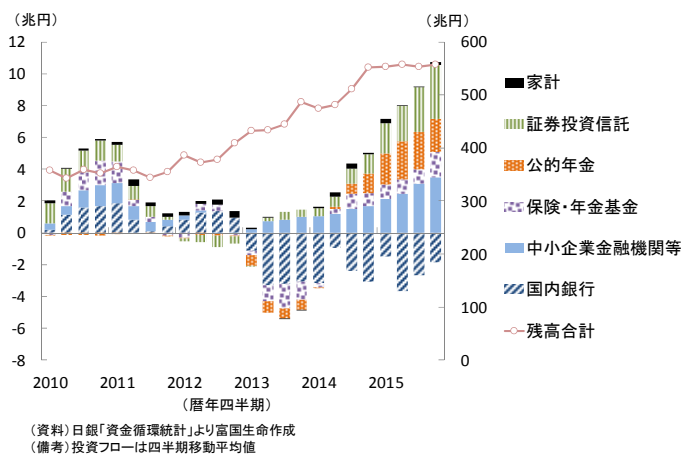
（資料）日銀「貸出先別貸出金」より富国生命作成
（備考）合計は金融・保険業を除く

した。不動産業向けについては、2012年以降増加が続いているが、追加緩和後から増加ペースが加速しており、低金利環境のなか、オフィスビル需要の高まりなどが後押ししている。一方で、製造業についてみると、増加する局面もあるが、非製造業ほどの活発さはみられず、増加は小幅にとどまっている。このように、国内銀行の貸出への資金フローは増加しているが、非製造業、特に不動産向けがその中心となっている。新興国の減速傾向が続き、国内景気も足踏みするなかで設備投資向けの資金需要が盛り上がりとも期待しづらく、不動産以外の貸出増加ペースが加速することは見込みづらい。なお、海外向けの貸出は活発である。BIS（国際決済銀行）が公表している対外与信残高の推移をみると、欧米の銀行が与信を減らすなか、邦銀はアジア向けを中心に増加が続き、2015年9月末時点で英銀を抜いて世界一に躍り出た。国内の成長期待が低迷するなか、海外に目を向ける動きが続いている。

（3）対外証券投資の動向

対外証券投資への資金フローは増加傾向にあるが、主体別にみていきたい。2013年以降の円安・株高傾向のなかで、国内銀行、年金基金のフローが資金流出超過となる一方、中小企業金融機関等や保険が徐々に流入超過幅を拡大している。また公的年金についても、2014年度入り後から流入超過に転じている。中小企業金融機関等のうちゆうちょ銀行は前述の中期経営計画での資産配分見直しに向けた動きから対外証券投資へのフローを増加させている。また、公的年金については、2013年は時価評価額が膨らんだ分、資産構成の変化を修正する動きから投資フローはマイナスとなったが、2014年10月にGPIFが基本ポートフォリオの見直しで外国証券の割合を高めたことを映して、配分調整のために資金流入超過が続いている。ゆうちょ銀行、GPIFともにこれまでの時価上昇もあって残高の積み増しは順調に進捗しており、これらによる押し上げは次第に弱まるとみられるほか、足元にかけての急激な円高進行もあり、対外証券投資への投資フローの増加ペースが今後さらに強まっていくとは考えづらい。

図表8. 対外証券投資の投資フローと残高



2. おわりに

2013年以降、円安・株高傾向という良好な投資環境のなか、日銀の大規模な国債買入もあって各主体別の投資フローには変化がみられ、リスク性資産への資金流入超過が続いた。今後についても、低金利による運用難が続くことが金融機関など資産運用サイドとしてはポートフォリオ・リバランスの動機にはなるだろう。しかし、新興国の減速など世界経済への先行き不透明感が強く、日本経済も停滞感が漂うなか、企業の期待成長率は高まらず、投資活発化による貸出需要の増加は見込み難い。また、家計においては、良好な投資環境下でさえみられなかった「貯蓄から投資へ」の動きが、不安定化した投資環境のなかで進捗する可能性は低い。今後、日銀の狙い通りにリスク性資産へ資金を振り向ける動きが強まっていくとは考えづらい。

(財務企画部 大野 俊明)