

# 債券マーケット・ビュー (2017年4月)

大和証券 金融市場調査部

異次元緩和が、5年目を迎えた。当初、「2年程度の期間」を念頭に置いて始めたが、昨年秋には目標実現に「時間がかかる可能性もある」ことを指摘したうえで、持続性の向上を掲げてイールドカーブ・コントロールの導入に至った。日銀の金融政策は変節を経たが、黒田総裁の現任期中に2%の「物価安定の目標」を実現することは絶望的だ。この間、緩和の波及経路に関する説明についても、微妙に軌道修正している。すなわち、「実質金利の低下を通じた消費・投資の促進」という狙いは変わっていないと語り続けているが、「株式や外債などリスク資産への運用シフトや貸出を増やすポートフォリオ・リバランス効果」などには、最近ほとんど言及していない。そこで、異次元緩和以降、約4年間の、金融機関・家計・企業の保有金融資産の変化を、資金循環統計を用いてあらためて確認したい。

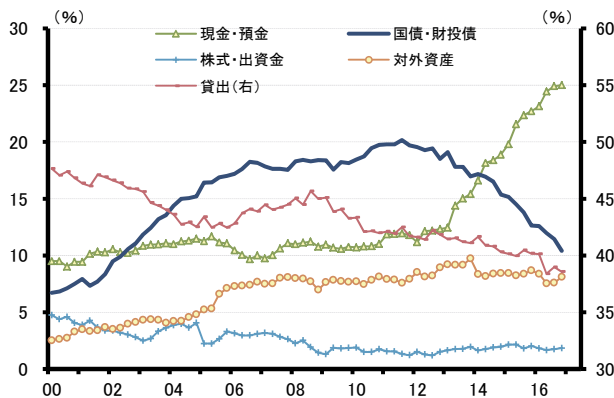
まず、預金取扱機関（銀行等）の資産のうち、現金・預金は年率+40%弱と、異次元緩和のための日銀買入れに応じた結果、急速なスピードで増加（図表1）。一方、資産の中で大きな割合を占める貸出は、同+3%程度と伸びてはいるが、B/S全体の拡大より緩やかなペースの伸びにとどまったことから、資産構成比でみると低下傾向を辿った。また、対外証券投資は、運用難に陥った国内に比

べて利回り追求の余地があったことから、堅調に推移（同+10%弱。但し、資産構成比は概ね横ばい）。ただ、ここに来て金融庁が、「外債運用などにより、経営体力に比して過剰なリスクをとっている地銀がある」と指摘したうえで、モニタリングを強化し、改善を促す方針を打ち出している。ポートフォリオ・リバランスの動きは、局面変化を迎えつつある、といえそうだ。

さらに、各経済主体の資金過不足（資金運用額と調達額の差額）をみると、政府の資金不足縮小傾向が継続するなか、家計は資金余剰を減らし、民間非金融法人企業が資金余剰を増やしていることが分かる（図表2）。家計の資金余剰減は、低金利を背景とした住宅ローンの活用増も反映しているとみられ、金融緩和と政策の効果の一端が表れているともいえるが、賃金の伸び悩みが続いてきた影響も無視できないだろう。企業は、収益が過去最高水準まで拡大するなか、少なからぬ資金を対外直接投資や対外証券投資に振り向けており、生産性向上に不可欠といえる国内での設備投資は、緩やかな動きにとどまっているようだ。

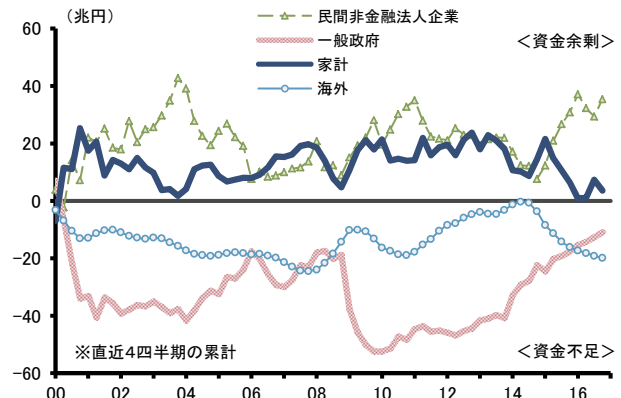
注 4月末時点までのデータ・情報に基づき執筆しています。

■ 図表1 預金取扱機関の金融資産（シェア）



出所：日本銀行より大和証券

■ 図表2 部門別資金過不足



出所：日本銀行より大和証券