

アベノミクスと機関投資家行動

志馬 祥紀

1 はじめに

昨年一二月の安倍政権発足後、金融・証券市場を取り巻く状況は大きく変化した。外国為替市場においては大幅な円安が発生、証券市場では株価が上昇する一方、長期金利は大幅な低下やボラティリティの拡大を経験した。同時にこれら状況をもたらし安部政権の経済政策「アベノミクス」の有効性を巡り、活発に議論が展開されている。

本稿では、アベノミクス導入前後の変化に注目しつつ、証券市場における機関投資家の行動分析を行う。具体的には、リーマンショック以降の金融商品市場（国債、株式、上場不動産投資信託（REIT））における機関投資家の取引動向についてスケッチを行う。

2 アベノミクスと金融市場

(1) アベノミクスとは

安倍政権は二〇一二年二月二六日に誕生し、アベノミクスと呼ばれる経済政策が発表、順次実施されて現在に至っている。このアベノミクス（通称、三本の矢）は、以下の内容から構成されている。

その一つ目が「第一の矢…大胆な金融政策」であり、企業や家計に定着したデフレマインドを払拭することを

目的としている。そのために、二%の物価安定の目標を二年程度の期間を念頭に置き可能な限り早期に実現することを目指している。

次いで「第二の矢…機動的な財政政策」とは、デフレ脱却をよりスムーズに実現するため、有効需要を創出しようとするものであり、持続的成長に貢献する分野に重点を置き、成長戦略へ橋渡しするために財政政策を活用するものである。

そして最後の「第三の矢…民間投資を喚起する成長戦略」とは、民間需要を持続的に生み出し、経済を力強い成長軌道に乗せるために、投資によって生産性を高め、雇用や報酬という果実を広く国民生活に浸透させることを目指している。

これら政策中、金融市場にインパクトをもたらしたものが一番目の金融政策である。

具体的には、まず二〇一三年一月二日に、政府と日本銀行が共同で声明を発表し、金融政策のレジーム・チェンジとして、日本銀行が二%の物価安定目標を導入し、できるだけ早期の実現を目指すことを明確にコミットした。

その後、四月四日に日本銀行の黒田新総裁は、声明を実現するための「量的・質的金融緩和」の導入を発表した。これは二%の物価安定目標実現のため、これまでとは次元の違う新たな金融緩和の枠組みを導入するものがあり、「物価安定の目標は二%」とし、その「達成期間は「二年」を念頭にできるだけ早期」とする、マネタリーベースを二年間で「二倍」に増加させる、日銀の保有する国債保有額及びその平均残存期間を二年間で「二倍以上」に拡大する、といった項目が具体的政策として発表された。

(2) 金融市場の動向

図表1は二〇一二年一月から二〇一三年六月までの「金利水準・外国為替レート」の推移、図表2は同じく「TOPIX（東証株価指数）・REIT指数」の推移を示している。なお、図中の二本の縦線は「安部政権発足時（二〇一二年二月）」及び「日本銀行の新政策発表時（二〇一三年四月）」を示している（以下の図表について同じ）。

① 為替市場

円の対ドルレートは、二〇一二年に入り年初から七六〜八四円の間で推移している。衆議院解散（十一月一日）前後から円安傾向を示し、安倍政権発足時（十二月二六日）の為替レートは、一ドル＝八五・六二円であった。その後為替レートは円安ドル高傾向となり、日銀新政策発表時の前日（四月三日）には九三・〇四円となった。翌、新政策発表日（四月四日）は九六・三三円となり五月二日には一〇三・一五円を付けた。しかし、その後激しく乱高下し、六月二八日には九九・〇三円となっている。

図表1 金利水準・外為レート



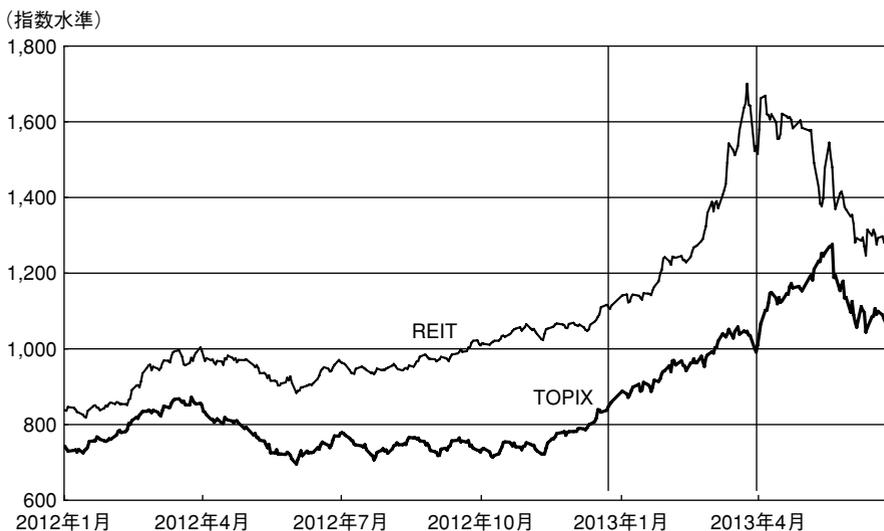
②金利（一〇年物国債金利）

金利（一〇年物国債金利）は、二〇一二年に入り年初から一%前後から〇・七%前後まで下落。安倍政権発足時には〇・七九%であったが、その後変動しながら下落を続け、日銀新政策発表時には〇・四四二%を記録した。その後、五月に入ると金利は急上昇し、大幅な変動を伴いながら、五月末には〇・九三%まで上昇。その後は変動しつつも〇・八%台後半で推移している。

③株式

東証株価指数（TOPIX）は二〇一二年当初より七〇〇〜八〇〇ポイント前後で推移していたが、一月半ばより上昇を開始し、安部政権発足時には、約八六〇ポイントをつけた。四月四日には一〇三七ポイントとなり、同四月一九日に一六二九ポイントを付けたのち下落傾向を示し、五月二二日に一二七六ポイントを付けた後に下落、その変動幅も拡大している。

図表2 TOPIX（東証株価指数）・REIT指数水準



④不動産投資信託（REIT）

東京証券取引所の発表するREIT指数は二〇一二年当初より八〇〇〜一〇〇〇ポイント前後で推移。一二月半ばより上昇をはじめ、安部政権発足時には、約一一五ポイントとなった。そして三月二七日に最高値の一七〇〇ポイントを付けた後に変動幅が拡大、四月四日には一五七九ポイントとなり、その後下落傾向が続いている。

3 スケッチの方法

（1）対象となる金融商品の性格（リスク・リターン）

以下の分析において、対象となる金融商品は、国債（中期・長期・超長期）、株式（東証一部市場銘柄）、上場不動産投資信託（REIT）である。

これら金融商品のリスクの大きさを決定する要因としては、「収益の安定性」や、「収益の確実性（債券の場合、満期までの）価格変動の大きさ、（満期時における）元本保証の有無」等が考えられる。これに基づいて対象商品（除く国債（短期））のリスクを示すと、おおよそ「国債（短期）∧国債（中期）∧国債（長期）∧（超長期）∧REIT∧株式」となる。またリターンの程度に基づき分類した場合でも同様となる。

例えば、REITのリスク・リターンを国債や株式と比較した場合には、国債の利回りと比較しても約二〜三%高い利回りを得ることができ、またそれら金融資産との相関性も低いことから、REITはミドルリスク・ミドルリターンの投資商品とされる（逆に言えば、株式投資のような激しい値動きはなく、大きなキャピタルゲインを狙う投資商品ではない¹⁾。

(2) 金融商品のデータ

(1) で述べた金融商品市場において、行動を分析する機関投資家は銀行（都銀、地銀、第二地銀）、生損保（生命保険、損害保険）、そして外国人投資家の各部門とする。ただし、REIT・株式市場における銀行部門について、都銀、地銀、第二地銀といった詳細な内訳分類はない。

① 国債

分析データは日本証券業協会の発表する国債投資家別売買高である。

当該データ中、都市銀行とはみずほ銀行、みずほコーポレート銀行、三菱東京UFJ銀行、三井住友銀行、りそな銀行、埼玉りそな銀行のほか、新生銀行、あおぞら銀行を含む。

地方銀行とは社団法人全国地方銀行協会に加盟する銀行、第二地銀とは社団法人第二地方銀行協会に加盟する銀行を指す。

生損保（生保・損保）とは、生命保険業又は外国生命保険業の免許を付与された生命保険会社及び損害保険業又は外国損害保険業の免許を付与された損害保険会社である。

外国人とは、外国政府、外国政府機関、外国銀行、外国その他の金融機関、国際金融機関、外国年金基金、外国法人、外国個人、現地法人等すべての非居住者である。

データは証券業協会からの当月中に取り扱った公社債の一般売買分（現先（条件付売買）を除き、国債の発行日前取引を含む）についての報告に基づき集計されている。

売買高は約定ベースにより集計されているが、引受高・売出高及び募集・売出しの取扱高（国債の新型窓口販

売方式を含む）は、集計対象外である。また、各月の売買状況については、対象投資部門における「総売却額」と「総購入額」の差額（ネットの売却（購入）額）として計算されている。

② 株式

データは東京証券取引所の発表する「投資部門別売買状況」であり、対象銘柄は東証第一部銘柄である。なお、調査対象は「資本の額が三〇億円以上」の東証総合取引参加者であり、資本金の額がそれを下回る取引参加者の取り扱いは含まれていない。

対象取引は売買立会による売買、ToSTINET取引、過誤訂正のための売買、立会外分売の合計である。

投資部門の定義として、銀行（都銀・地銀等）は銀行法により免許を受けた国内普通銀行を指し、生損保は保険業法に規定する生命保険会社及び損害保険会社である。

外国人部門には外為法（「外国為替及び外国貿易法」）第六条第一項第六号に規定する「非居住者」及び東証非取引参加者である外国証券会社の在日支店が含まれる。

各月の売買状況については、対象投資部門における「総売却額」と「総購入額」の差額（ネットの売却（購入）額）として計算されている。

③ REIT

データは東京証券取引所「投資部門別売買状況（REIT）」（月次）であり、対象銘柄は全東証上場銘柄である。調査対象、対象取引、投資部門、売買状況については前項（②株式）に同じである。

4 機関投資家の行動スケッチ

(1) 国債市場

① 国債の残高及び保有者別状況

図表3は国債の保有者別残高状況を示している。

国債の発行残高中、償還までの残存期間が一年未満の短期債は約二二%、期間の長い長期債（中期・長期・超長期国債の合計）は七八%である。相対的に価格変動リスクが大きい長期債について、銀行や生損保等の金融機関の保有比率は約八二%と突出して高い。

また、外国人投資家については、短期債の保有比率が二八%であるのに対し、長期債は約四%と低く、相対的に低リスクな債券への投資比率が高い。

② 国債全体の取引状況

図表4-1及び4-2は共に国債全銘柄（≡短期国債含む）を対象とする、機関投資家別の取引状況である。期間は二〇〇九年一月以降二〇一三年五月までである。ただし図表4-1には外国人投資家部門が含まれ、図表4-2には含まれていない。

図表4-1において外国人投資家は継続的に買い越しており、その量

図表3 国債保有者別残高状況

(単位：億円)

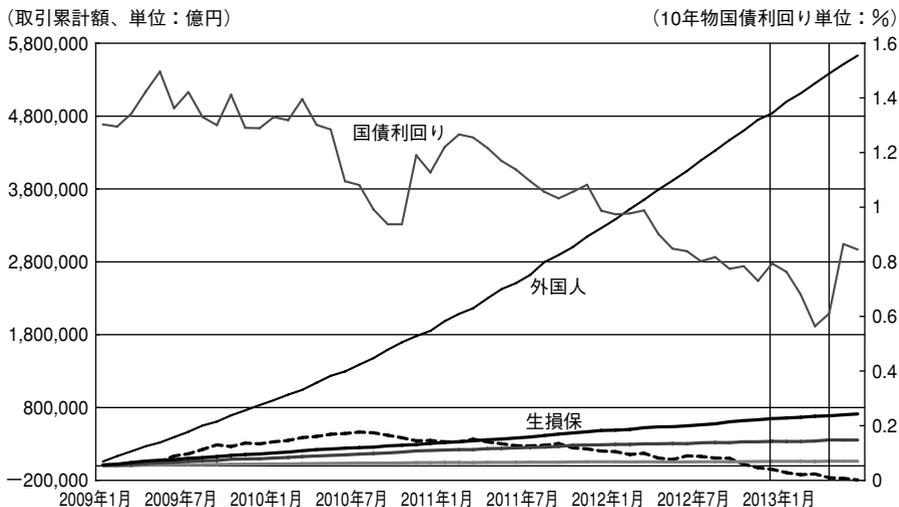
保有者別残高	合計	うち長期	比率 (%)	うち短期	比率 (%)
金融機関	7,459,570	6,424,546	81.8	1,035,024	59.0
非金融法人企業	96,868	96,727	1.2	141	0.0
中央政府	230,689	2,657	0.0	228,032	13.0
地方公共団体	7,239	7,239	0.1	0	0.0
社会保障基金	692,116	692,114	8.8	2	0.0
家計	244,656	244,656	3.1	0	0.0
対家計民間非営利団体	33,113	33,113	0.4	0	0.0
海外	840,030	348,580	4.4	491,450	28.0
合計	9,604,281	7,849,632	100.0	1,754,649	100.0

* 短期：国庫短期証券 長期：国際・財融債

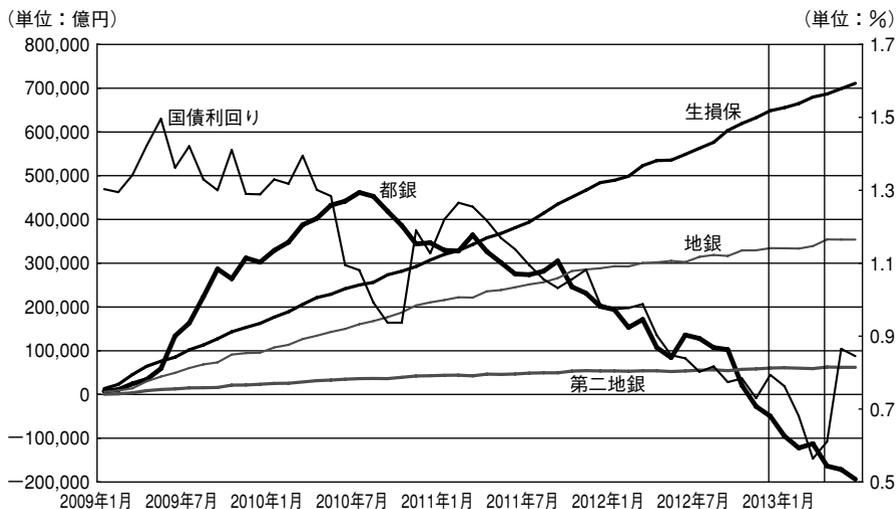
* 2012年末現在（出所：日銀資金循環統計（2012年第4四半期速報））

* 上記データには財政融資資金が含まれる

図表 4-1 国債全銘柄を対象とする機関投資家別取引状 (含外国人)



図表 4-2 国債全銘柄を対象とする機関投資家別取引状況 (除外国人)



は他部門を大きく凌駕している。図表4―2においては、外国人投資家以外の機関投資家（都銀、地銀、第二地銀、生損保）の行動が詳しく示されている。都銀は、二〇一〇年七月までは買い越し、その後は売り越し状態が続き、現在に至る（いわゆるアベノミクス以降、保有残高が大幅に変動している点が注目される）。生損保、地銀、第二地銀については、継続して買い越し状態が続く。

なお、これら取引データ中、満期償還分は売却データとして認識されていない。従って、各部門の取引残高と実際の保有残高は必ずしも一致しない。これらデータはあくまで市場における各部門の取引行動のみを示している。

図表5―1及び5―2はそれぞれ、都市銀行及び地銀・第二地銀の国債保有残高推移を示している（日銀統計情報より作成）。

都銀の国債保有残高（含短期国債）は二〇一二年三月をピークに、減少傾向が続いている。二〇一二年二二月の安倍新政権成立後、その保有残高は一旦増加するものの、二〇一三年三月以降再び減少している。一方、地銀及び第二地銀は共に、変動を伴いつつも国債の保有残高は拡大し続けており、都銀と対照的である。

③償還期限の異なる国債市場における機関投資家行動

本節では、異なる償還期間の国債取引市場における各機関投資家部門の取引行動について説明する。

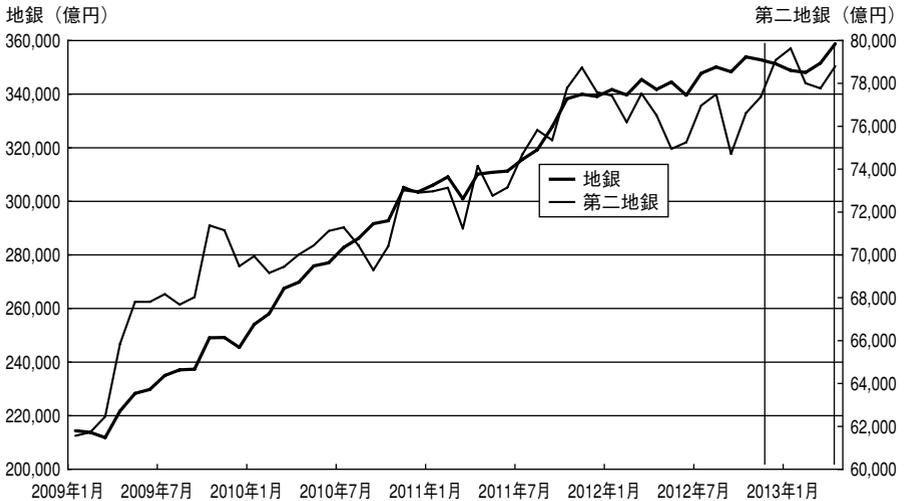
これらデータは、リーマンショック後の二〇〇九年一月から二〇一三年六月までの期間について、各機関投資家部門が行った取引中、各月の総購入取引と総売却取引の差額、すなわちネットの売り越し（あるいは買い越し）額を累計している。

図表 5 - 1 都市銀行 国債保有残高推移

(単位：億円)

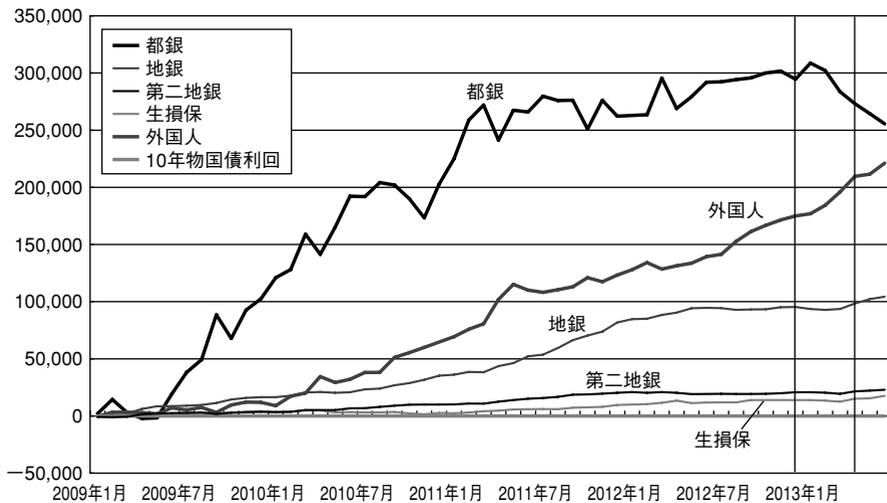


図表 5 - 2 地銀・第二地銀 国債保有残高推移



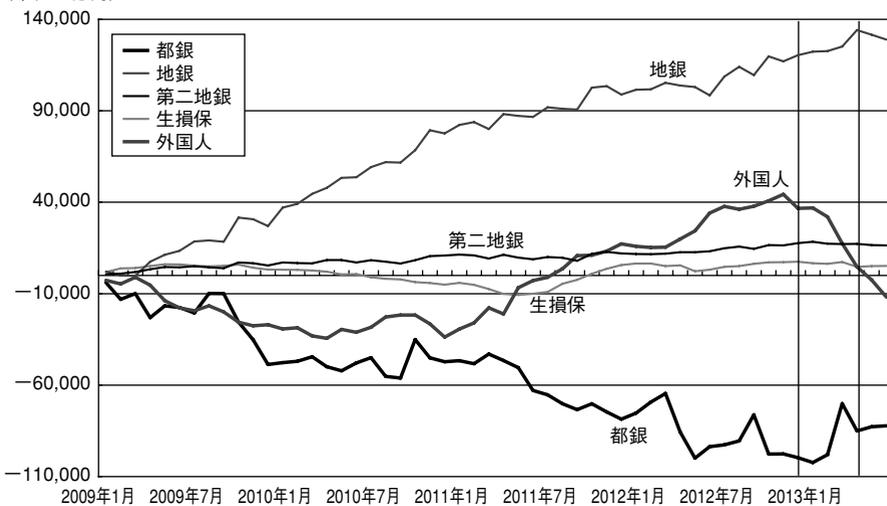
図表6 中期利付国債における取引行動

(単位：億円)



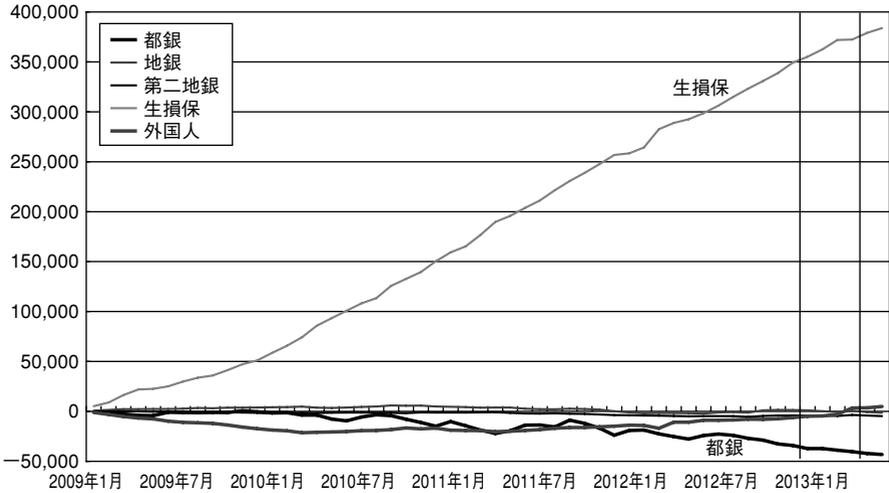
図表7 長期利付国債における取引行動

(単位：億円)



図表8 超長期国債における取引行動

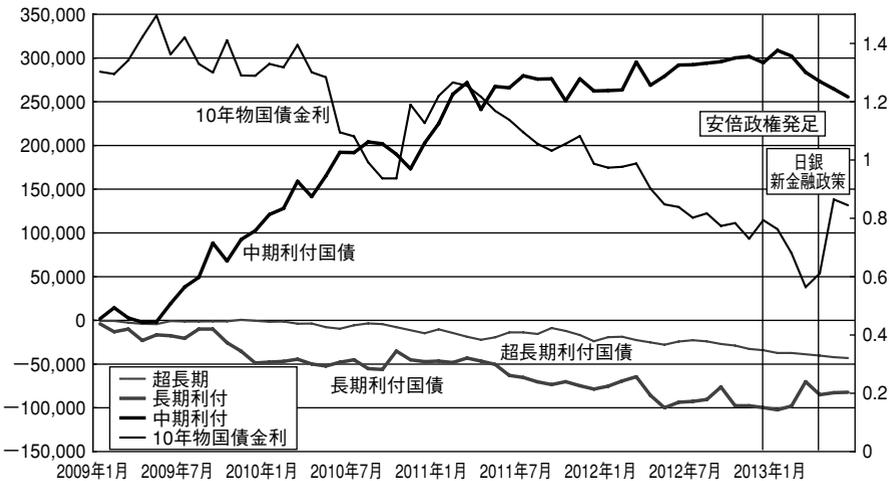
(単位：億円)



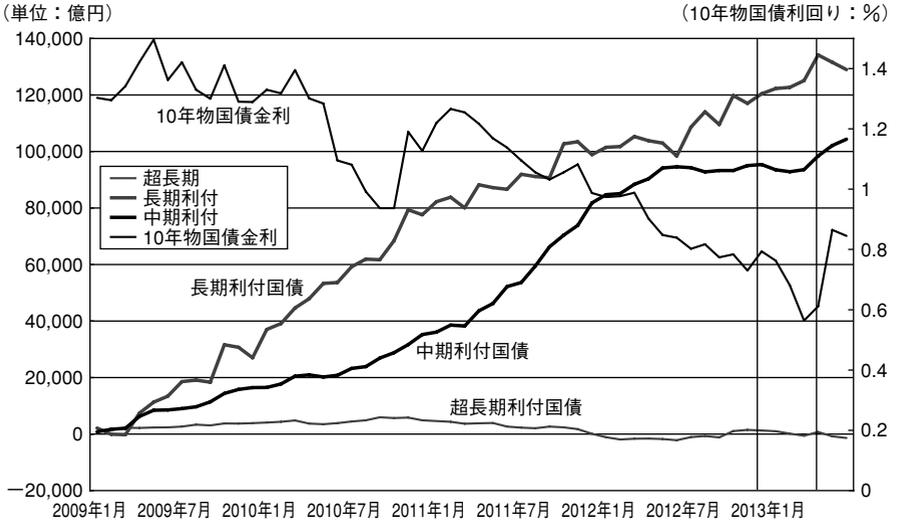
図表9 都銀の取引行動

(単位：億円)

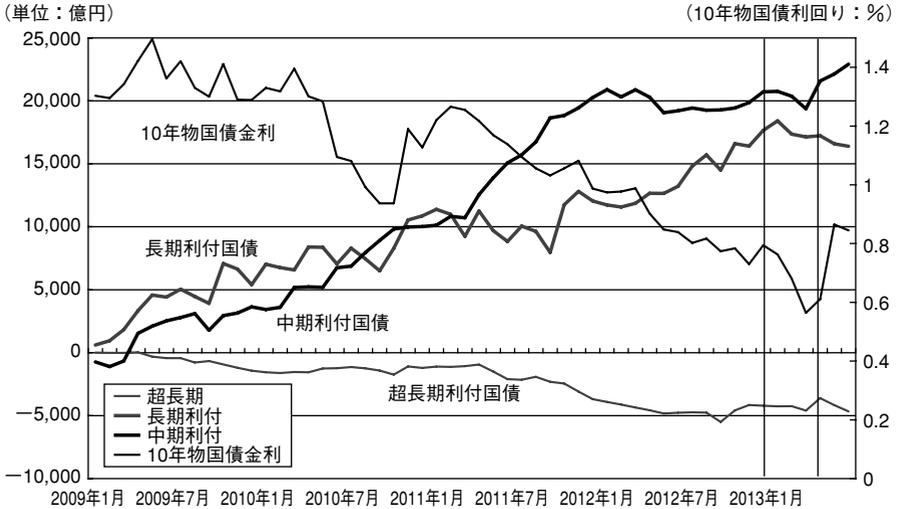
(10年物国債利回り：%)



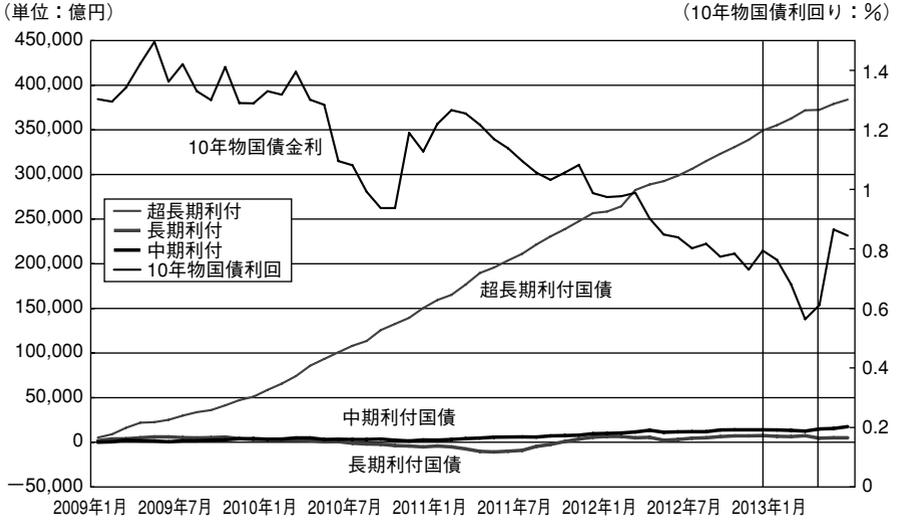
図表10 地銀の取引行動



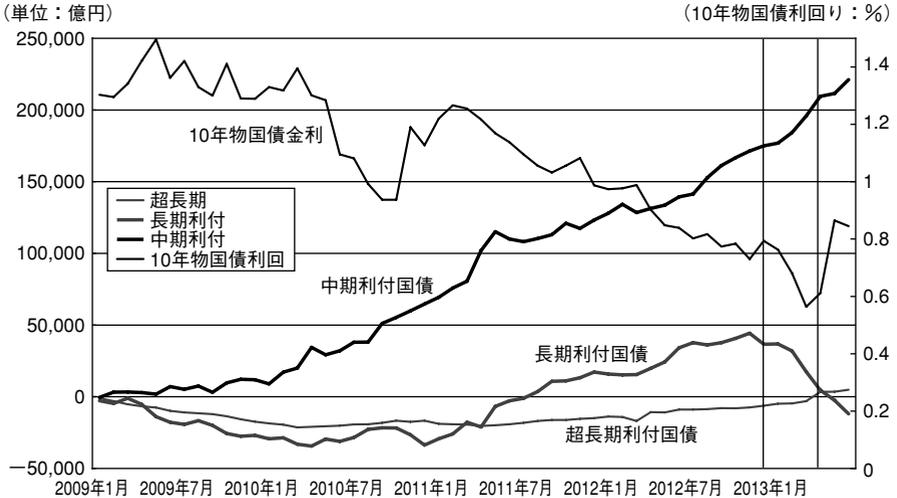
図表11 第二地銀の取引行動



図表12 生損保の取引行動



図表13 外国人の取引行動



従って、対象商品の取引について、二〇〇九年一月をスタート（値はゼロ）として、常に買い越しが続いている部門は、正の方向に取引金額が累積し、逆に売り越しが続いている部門については、（それまでの保有残高を売却していると判断されることから）負の方向に取引金額が累積している場合もありえる。

当該状態を、対象商品別に示したものが、図表6～図表8であり、当該取引状況を期間投資家毎に再構成したものが図表9～図表13である。

図表6～図表8はそれぞれ、「中期利付国債」「長期利付国債」「超長期国債」における機関投資家行動を示している。また図表9～図表13はそれぞれ「都銀」「地銀」「第二地銀」「生損保」「外国人」の取引行動を示している。こうした取引行動を投資部門別に説明・描写したものが以下である。なお、各投資家の行動を説明する際には、アベノミクス導入以前（二〇一二年二月以前）と、アベノミクス導入以後（二〇一二年二月以降）の違いを意識し、更に日銀の新政策発表後（二〇一三年四月以降）についても注目する。

〈都市銀行〉

都市銀行は、中期・長期・超長期の国債取引について、アベノミクス（二〇一二年二月）以前の各々の取引状況は異なっている。中期国債については一貫して買い越しであったが、二〇一二年以降横ばいとなり、アベノミクス後は大幅な売り越しとなっている。長期国債については、アベノミクス以前は一貫して売り越しであったが、アベノミクス後は買い越しから横ばいに変化している。そして超長期国債についても、（長期国債と同様に）アベノミクス前は売り越ししており、その傾向はアベノミクス後も変化していない。このように都銀の行動は中期国債と長期国債で対照的になっている。なお、中期・長期・超長期国債全体のポジションを合計すると大幅な売り越しとなっている。

〈地銀〉

地方銀行は、中期国債についてアベノミクス以前は一貫して買い越しており、アベノミクス以後も買いを継続している。長期国債についてはアベノミクス以前は買い越し、アベノミクス以後も買い越しを継続しているが、四月以降売り越している。超長期国債については二〇一一年末まで買い越し、その後売り越しており、アベノミクス以後も売り越しが続いている。なお、中期・長期・超長期国債全体のポジションを合計すると、アベノミクス以後、買い越しとなっている。

〈第二地銀〉

第二地銀は、中期国債についてアベノミクス前後を通じて、(変動を伴いつつ)買い越しが継続している。長期国債については、アベノミクス以前には買い越しであったが、アベノミクス以後は売り越している。超長期国債については、アベノミクス以前には一貫して買い越していたものが、二〇一二年九月以降売り越しに転じ、アベノミクス以後も(変動しつつ)売り越しが続いている。なお、中期・長期・超長期国債全体のポジションを合計すると、アベノミクス以後、買い越しとなっている。

〈生損保〉

生損保は、中期国債についてアベノミクス以前は一貫して買い越し、アベノミクス以後も(変動しつつ)買い越している。長期国債については、二〇一一年七月頃まで売り越していたものが買い越しに転じ、アベノミクス以後も(振れを伴いつつ)買い越している(ただし微増)。超長期国債については、アベノミクス前後を問わず、一貫して大量に買い越している。なお、中期・長期・超長期国債全体のポジションを合計すると、アベノミクス前後を問わず継続して大幅な買い越しとなっている。

〈外国人〉

外国人部門は中期国債について、アベノミクス前後を問わず、一貫して買い越している。長期国債については、二〇一一年までは売り越し、その後買い越しを継続していたが、アベノミクス以後は大幅な売り越しに転じている。超長期国債については二〇一〇年末までは売り越しており、その後買い越しに転じている。アベノミクス以後も買い越しを継続しており、四月以降も買い越している。なお、中期・長期・超長期国債全体のポジションを合計すると、アベノミクス以後は横ばいとなっている。

④株式市場

本節では、株式市場における各機関投資家部門の取引行動について説明する。

これらデータは、前述の国債市場と同じく、リーマンショック後の二〇〇九年一月から二〇一三年六月までの期間について、各機関投資家部門が行った取引中、各月の総購入取引と総売却取引の差額、すなわちネットの売り越し（あるいは買い越し）額を累計している。

従って、対象商品の取引について、二〇〇九年一月をスタート（値はゼロ）として、常に買い越しが続いている部門は、正の方向に取引金額が累積し、逆に売り越しが続いている部門については、（それまでの保有残高を売却していると判断されることから）負の方向に取引金額が累積している場合もありえる。

当該状態を示したものが上記の図表14である。

銀行部門（都銀・地銀・第二地銀合計）は、アベノミクス前後を問わず、対象期間中は一貫して売り越しが続いている。

生損保についても、銀行と同様に、アベノミクス前後を問わず、対象期間中は一貫して売り越しが続いている。

外国人部門については、リーマンショック後の（二〇〇九年七月に大幅に売り越しが発生したが、その後は一貫して買い越しが続き、アベノミクス以降、買い越し幅が大きく拡大している。

⑤ REIT市場

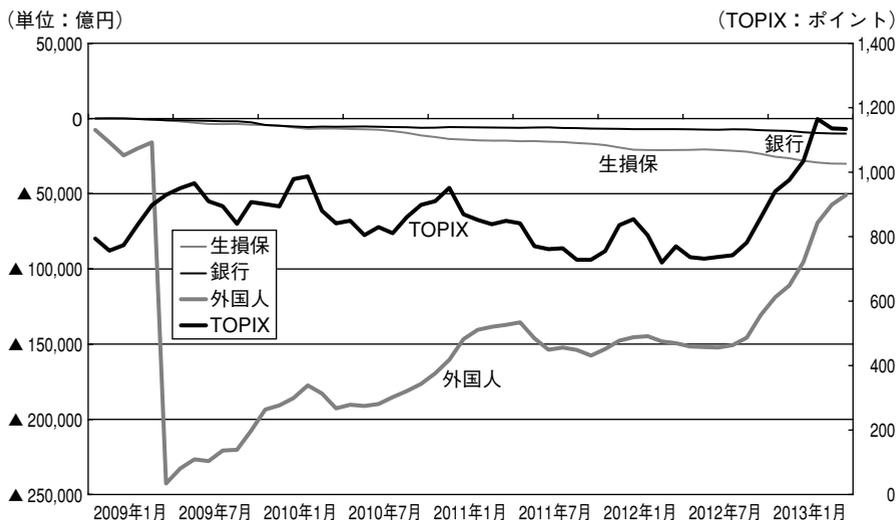
本節ではREIT（上場不動産投資信託）市場における各機関投資家部門の取引行動について説明する。

これらデータの対象期間や処理方法は前述の国債市場、株式市場と同様である。REIT市場における各部門の投資行動を示したものが上記の図表15である。

銀行部門（都銀・地銀・第二地銀合計）は、アベノミクス前後を問わず、対象期間中は一貫して買い越しが続いている。⁽²⁾

生損保については、アベノミクス以前・以後を通じて売り越し・買い越し双方の行動がみられており、REIT指数の水準と関係がある（投資スタイルは逆張り？）ことが推測される。

図表14 株式市場における取引行動



外国人部門については、アベノミクス以前・以後を通じて売り越し・買い越し双方の行動がみられており、REIT指数の水準と関係があることが推測される。ただし同部門については、生損保と対照的な行動（投資スタイルとしては順張り？）である。

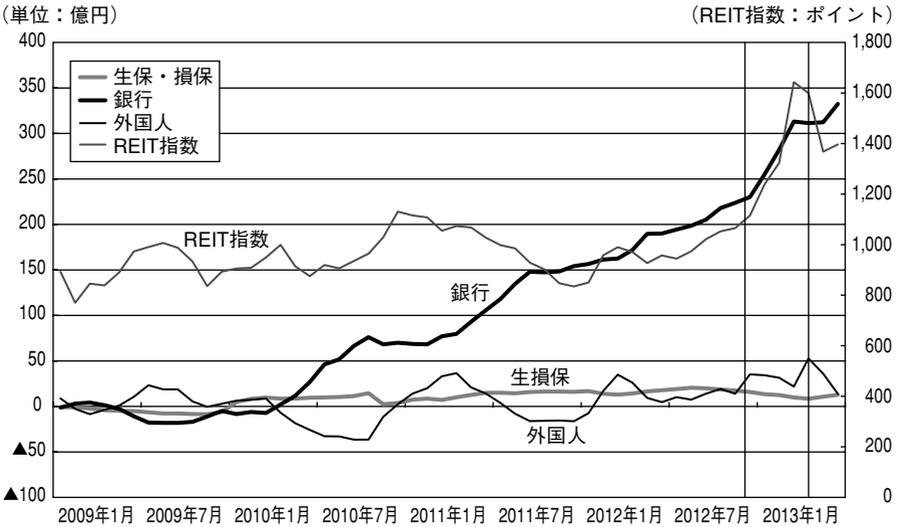
5 終わりに

本稿では、アベノミクス導入以前・以後の動向に注目しつつ、銀行・生損保・外国人といった各機関投資家の、REIT・株式市場における取引状況について分析を行った。その結果、（各投資家の運用資金の性格が異なることから単純な比較は難しいが）明らかに変わった特徴を以下記載する。

まず、都市銀行部門は、二〇一二年一二月のアベノミクス導入以後、国債の保有高を大幅に売り越している。併せて償還期限の異なる中期・長期・超長期の各国債について、中期国債を売り越し、超長期国債を買い越すなど、保有国債のポジション調整を進めている。

また、同じ「銀行」部門といえども、都銀と地銀・第二地

図表15 REIT市場における取引行動



銀では、国債に対する投資姿勢が大きく異なる。地銀・第二地銀は積極的に国債を買い越す一方で、中期国債について、地銀は二〇一三年四月以降売り越しに転じているが、第二地銀は買い越しを継続するなど対照的な行動もみられる。

そして銀行部門が複雑な動きを示しているのと対照的に、生損保部門は超長期国債を積極的に買い続けている点も興味深い。

さらに国債に比して相対的にリスクの高いREITや株式市場において、各部門の取引姿勢は大きく異なる。銀行・生損保が株式の売り越しを継続する一方で、銀行部門はREITについて一貫して買い越しを続けている。

最後に、外国人投資家は国債への投資が横ばいとなる一方で、積極的に株式への買い越しを継続しており、投資リスクを取る姿勢が鮮明である。

ただし、これら各機関投資家部門について併せて言えることは、アベノミクスの導入以降、同一部門による、売り越し・買い越しが数か月間交錯している市場もあり、政策への評価定まっていないことも推測される。については今後も金融商品市場における各機関投資家部門の動向を注視する必要がある。

注

(1) しかしながら、外国人投資家のREITにおけるシェアが拡大した結果、値動きも株式投資並みに動くようになることも多い。これは本来取引流動性の高くなかった市場に大量の買付、売却が発生した結果として価格変動率が上昇したとの指摘がある。

図表16 J-REIT時価総額上位10社（2013年6月25日時点）における銀行大口保有状況

位	投資法人名	取得額(億円)	主な銀行保有者(上位10位)	同比率
1	日本ビルファンド投資法人	10,665	(株)中国銀行 [8位] (株)池田泉州銀行 [10位]	1.31% 1.21%
2	ジャパンリアルエステイト投資法人	7,818	(株)中国銀行 [9位]	1.48%
3	日本リテールファンド投資法人	7,201	—	—
4	ユナイテッド・アーバン投資法人	4,712	(株)北洋銀行 [7位] (株)中国銀行 [8位] (株)常陽銀行 (10位)	1.32% 1.14% 1.07%
5	日本プライムリアルティ投資法人	3,986	—	—
6	アドバンス・レジデンス投資法人	3,946	(株)池田泉州銀行 [9位]	1.14%
7	オリックス不動産投資法人	3,831	—	—
8	野村不動産オフィスファンド投資法人	3,721	(株)池田泉州銀行 [8位]	2.04%
9	大和証券オフィス投資法人	3,321	—	—
10	森トラスト総合リート投資法人	3,273	(株)北洋銀行 [8位]	1.58%

*データは各REITの有価証券報告書〔直近〕より抽出。

*信託銀行保有分を除く。

参考文献

・菊池真「金利上昇が止まらない―日銀がはまり込んだ隘路」、『エコノミスト』二〇一三年六月一日、二三頁

(しま よしのり・客員研究員)

(2)

銀行部門によるREIT投資状況を把握するために、二〇一三年六月二十五日時点で時価総額の大きなREIT一〇銘柄について分析を行った。図表16は直近の有価証券報告書に基づき、大口保有者中に銀行の占める状況を示している。同結果からは、(多くの銀行が幅広くREITに投資しているのではなく)、一部の地銀が活発に投資を行っている状況が窺える。