2014年６月９日発行（偶数月第２月曜日発行）第1684号

証研レポート

No.1684

2014年６月

「適格機関投資家等特例業務」の見直しとその背景について
二上季代司（１）

中央銀行と自己資本
～「出口戦略」を考える～　伊豆　久（６）

米国ＨＦＴの実情２
～ＳＥＣのＭＩＤＡＳデータ～　吉川　真裕（23）

アベノミクス導入から一年
～機関投資家の動き～　志馬　祥紀（35）

公益財団法人　日本証券経済研究所
大　阪　研　究　所

「適格機関投資家等特例業務」の見直しとその背景について

二上季代司

先月（五月）一四日、金融庁は「適格機関投資家等特例業務」の見直しにかかる政令・内閣府令案を公表した。これまでは、いわゆる「プロ向けファンド」の販売先について、一名以上の適格機関投資家に販売しさえすれば、四九名以下の一般投資家にも販売が許されていたのであるが、この改正案の施行が予定されている八月一日以降、販売できる投資家の範囲は適格機関投資家ならびに「一定の投資判断能力を有する者」に限定されることになる。

ところで、そもそも、この聞きなれない「適格機関投資家等特例業務」とは一体、どのような業務なのか。また金融庁は、なぜこの時期にこのような改正案を公表し、かつ、わずか三カ月弱で施行しようとしているのか。

以下では、この改正案の具体的内容やその背景、今後予想される影響等も含めて簡単にみておきたい。

1　適格機関投資家等特例業務

現行法（金融商品取引法――以下、金商法と略）によれば、集団投資スキーム（いわゆるファンド）の販売・勧誘にかんして、ファンドの運営者がみずから資金を集める行為を「自己募集」と定義し、これを営業として行う者は「第二種金融商品取引業」の登録を行う義務がある。また集めた資金で事業や投資などで運用する行為を「自己運用」と定義して、これを営業として行う者は「投資運用業」の登録を行う義務がある。金商法は、伝統

的な証券業務だけでなくファンドの募集および運用業務のほか投資助言・代理業務についても、横断的・包括的に「金融商品取引業」として登録義務を課しているのである。

ところが、ファンドの出資者に、一名以上の適格機関投資家がおり、適格機関投資家以外の者（一般投資家）が四九名以下である場合（すなわち私募である場合）には、ファンドの募集・運用業務は「適格機関投資家等特例業務」と定義されて、金融商品取引業の登録義務を免除され、金融庁に「届出」をすれば営業できるのである（六三条一項、二項）。

通常、金融商品取引業の登録は登録審査を通過しなければならず、数か月以上はかかるといわれ、登録申請書類等の作成コストもそれなりにかかる。ところが、「届出」で済むのであれば、はるかに少ないコストで、かつわずか数週間で個人でも営業できるのである。この結果、適格機関投資家等特例業者（以下、「特例業務届出業者」と略）は本年四月末現在、二九八三社（者）の多数に上る。この数は金融商品取引業登録業者数をおよそ千近くも上回っているのである（下表）。

このようなきわめて緩やかな開業規制にとどめている理由は何で

表　登録金融商品取引業者数と関連する金融商品取引業協会

（2014年４月末）

業種別	登録業者数	関連する金融商品取引業協会と会員数	
第一種	278	日本証券業協会	正会員251
		金融先物業協会	正会員91
第二種	1,269	第二種金融商品取引業協会	正会員29
投資助言・代理業	1,009	日本投資顧問業協会	731
投資運用業	316	（認定）投資信託協会	133 （不動産投信運用も含む）
合計	2,872（延べ数） 2,058（実数）		

（注）第１種金融商品取引業の278社のうち、日本証券業協会に未加入27社は、「FX専業者」であり、金融先物業協会には加入している。また同一の業者が複数の金融商品取引業を登録し複数の協会に加盟しているが、他方ではどの協会にも加盟していない業者がいる。このため、実数としては登録業者数は総計2,058社となる。このうち、いわゆる証券業者は日本証券業協会加盟の251社にすぎない。

（出所）金融庁「認定金融商品取引業協会一覧」、「金融商品取引業者登録一覧」ほか、各協会HPより作成。

あろうか。それは、投資に係る専門的知識、経験を有するプロの特定投資家（適格機関投資家）であれば、十分に投資判断能力を有することから、こうしたプロの投資家向けに独自の運用スキルをもった業者によってすぐれた投資運用商品を低コストで提供できるようにしようというのがその趣旨である。すなわちプロ向けファンドについては、金融イノベーションを阻害するような過剰規制を排除するというのがそもそもの趣旨であった。

2　改正案とその背景

しかしながら、この特例業務を悪用した詐欺的投資勧誘が近年、多発し、知識・経験が乏しい一般投資家が被害をうける事例が発生しているのであった。たとえば、証券取引等監視委員会は、一部の特例業務届出業者の検査過程で、（1）顧客に対する虚偽の告知、（2）適格機関投資家等特例業務の要件を満たさずに行ったファンドの販売・投資運用、（3）投資家の出資金の流用・使途不明など、多数の金商法違反事例や一般投資家に被害が生じる悪質な事例が認められた、と指摘している。

事実、金融庁は、「報告命令（ファンドモニタリング調査表などの提出）に応じない」、届出を行っているものの「連絡が取れない」、提出が義務付けられているファンドの名称や出資している機関投資家の商号などを記載した「届出書の提出がなされていない」など問題が認められた届出業者をホームページ上で開示し、[1] 注意を喚起している（これらの問題業者は、先の届出業者二九八三社（者）から除外されているが、累計六一三社（者）に上っている）。

そこで、監視委員会は金融庁に対し「出資者に係る要件を厳格化する等、一般投資家の被害の発生等を防止するための適切な措置を講ずる必要」との建議を行ったのであった（四月一八日）。

今般明らかになった金融庁の改正案は、プロ向けファンドの販売先について、「適格機関投資家」と「一定の投資判断能力を有すると見込まれるもの」に限定するというものである。

具体的には、①金融商品取引業者等（法人のみ）、②プロ向けファンドの運用者、③プロ向けファンドの運用者の役員・使用人・親会社、④上場会社、⑤資本金が五千万円を超える株式会社、⑥外国法人、⑦投資性金融資産を一億円以上保有し、かつ証券口座開設後一年を経過した個人等である。[2]

この改正案は、独自の優れた運用が期待できる金融商品の販売先がプロ向けに限定され、知識・経験の乏しい一般投資家はこれにアクセスできないという社会的費用が発生したとしても、こうした一般投資家の被害を防止できるという便益の方が、これを上回るという判断が監視委員会、金融庁にあるのだろう。[3]

3　改正案の影響

上記改正案の評価は、投資家範囲の制限によって生じる社会的費用と便益との比較によって決まることであり、そこには観察者の主観的評価が入り混じるだろう。そこで最後に、この改正案が施行されたとして、どのような影響が見込まれるか、整理しておきたい。

従来も、本来の趣旨に沿って適格機関投資家に販売先を限定してきた特例業務届出業者については、大きな影響はないだろう。むしろ、悪質な業者との混同が回避され、透明性の向上が期待され、好影響が見込まれるのではないだろうか（かつてＦＸ業者についてもよく似た規制強化があったが、これによってＦＸ業界はより透明性の高い業態へと脱皮した）。

他方、一名だけの適格機関投資家に出資者になってもらって、個人投資家を主たる販売先として当該事業を営

んでいた特例業務届出業者は、今度、新規の募集は極めて困難になるだろう。こうした業者は、適格機関投資家に販売を絞った業務運営を行うか、あるいは、ビジネスモデルが同じである第二種金融商品取引業に参入するか、であろう。

届出業者でありたいのなら、販売先を本来のプロ向けに限定すべきである。また、一般投資家に販売したいのであれば、時間とコストがかかっても第二種金融商品取引業の登録審査を受けるべきであろう（既存の第二種業者を買収することも考えられるだろう）。

もしも、そうした選択がなされるのであれば、それは本来の金商法の趣旨に合致したものであり、正しい選択というべきである。

注

（1）金融庁「問題があると認められた届出業者リスト」（http://www.fsa.go.jp/menkyo/menkyoj/tokurei/02.pdf）

（2）金融庁「適格機関投資家等特例業務の見直しに係る政令・内閣府令案等の公表について」五月一四日（http://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20140514-1.html）

（3）なお、「一定の投資判断能力を有すると見込まれ」ていても、個人はすべて販売先から除外する、という代替案もあったようである。しかし、この代替案については、プロ向けファンドをおよそ個人なら全員が購入できなくなるという社会的費用が発生し、これは上記の便益を上回ってしまうとの理由で、今回、これは採用されなかった。

（にかみ　きよし・客員研究員）

中央銀行と自己資本
～「出口戦略」を考える～

伊豆　久

はじめに

日本銀行が、「量的質的金融緩和」を開始してから一年余りが経過した。目標達成のための期間は「二年程度」であり、残された時間は一年ほどとなった。しかし、目標を達成したあとに必要となるいわゆる「出口戦略」が具体的に検討されることはこれまであまり多くなかった。

黒田日銀総裁は、（おそらくは）出口戦略の提示はふくらみつつあるインフレ期待をしぼませかねないとの懸念から、出口の説明を避けているように見える。他方、市場関係者の多くは、インフレ率二％の達成は難しくしたがって出口戦略の実施は当面ありえないと考えているようである。

確かにこれまでのインフレ率の上昇は、円安に由来する食料・エネルギー価格の上昇によるところが大きかったが、直近（四月時点）のコアＣＰＩ（前年同月比）は（消費税増税の影響を差し引いて）一・五％まで上昇している。また、有効求人倍率も改善著しい。可能性は低いとしても、出口戦略の内容とその影響について考えておくことは無駄ではないであろう。

その場合の論点の一つは、引締政策に転換した際に予想される日銀の巨額損失をどう考えるかである。損失は

債務超過に陥る可能性も否定できないほどの額になると思われる。中央銀行の巨額損失、債務超過はどのような意味をもっているのだろうか。〈それは中央銀行ひいては通貨の信認を揺るがす危険な状況〉とする見方もあれば、〈中央銀行に債務不履行はありえず債務超過に陥っても何の問題もない〉という考え方もあろう。

日銀の出口戦略を考えるところから、中央銀行の自己資本に関する議論を整理してみよう。

1　出口戦略と日銀の損失

日銀は、予定通り進めば今年末の時点で、資産に一九〇兆円の長期国債（平均残存期間七年）、負債として当座預金一七五兆円を抱えることになる（図表1）。仮にその時点で金融引締を開始するとすればどのような方法が考えられるだろうか。

（1）長期国債の売却による超過準備の回収

量的緩和政策は、①金利をゼロにして、②当座預金残高を引き上げる、という順で実施されたわけであるから、単純に考えれば、引締めの場合はそれを逆にして、まず、当座預金残高を所要準備額（約八兆円）まで引き下げ、それから金利を引き上げるということになろう。実際、超過準備がある状

図表１　量的質的緩和の目標値

（兆円）

	2012年末	2013年末	2014年４月末	2014年末
銀行券	(87)	88 (90)	(87)	90
当座預金	(47)	107 (107)	(134)	175
マネタリーベース	(138)	200 (202)	(226)	270
長期国債	(89)	140 (142)	(159)	190
短期国債	(24)	(40)	(45)	
総資産	(158)	220 (224)	(246)	290

（注）１．括弧内は実績値。
２．銀行券と当座預金の合計とマネタリーベースの差額は、４兆円余りの貨幣（硬貨）流通残高。
３．ETF、J-REITについては省略した。
（出所）日本銀行資料より作成。

況で市場金利を引き上げることはできない。

そこで問題は、一六七兆円にのぼる超過準備をどうやって回収するかであるが、常識的に考えられるのは、共通担保貸付の回収や短期国債の満期償還である。しかしこうした短期資産は数十兆円規模しかなく資金吸収には足りない。長期国債の残高を減らすほかないわけであるが、平均残存期間が七年もあるため、満期償還による自然減を待っていれば、その間にインフレ率は目標の二％を超えていくであろう。といって売却するとなれば、日銀に売却損が発生するだけでなく、国債の市場価格を暴落させ、長期国債を大量に保有する地方銀行等を中心に深刻な金融危機を引き起こしかねない。長期国債の売却は現実的な選択肢とは言えないであろう。[1]

（2）所要準備の引上げ

バランスシートを縮小させなくても、金融を引き締める方法はある。金融市場の緩和・引締の元にあるのは、結局のところ、金融機関の日銀準備預金の積みの進捗、その「容易さ」である。超過準備が存在する状況では金融を引き締めることはできず、それを回収する必要があるが、〈超過準備＝当座預金残高－所要準備〉であるから、当座預金残高を引き下げる代わりに、所要準備を一七五兆円に引き上げることでも超過準備はゼロにできる。

しかしそれも容易ではない。所要準備の引上げは、準備預金対象金融機関がインフレ率二％の状況下で一七五兆円を無利息で日銀に預けることを意味し、その機会コストは膨大なものとなる。現在、金融機関が巨額の超過準備を安定的に保持しているのは、超過準備に〇・一％の金利が付されているからであって、それがゼロになることは容認できないであろう。

そもそも、一九八〇年代の時点で、高率の預金準備率は、預金金融機関に対する非合理的・不平等なコスト負

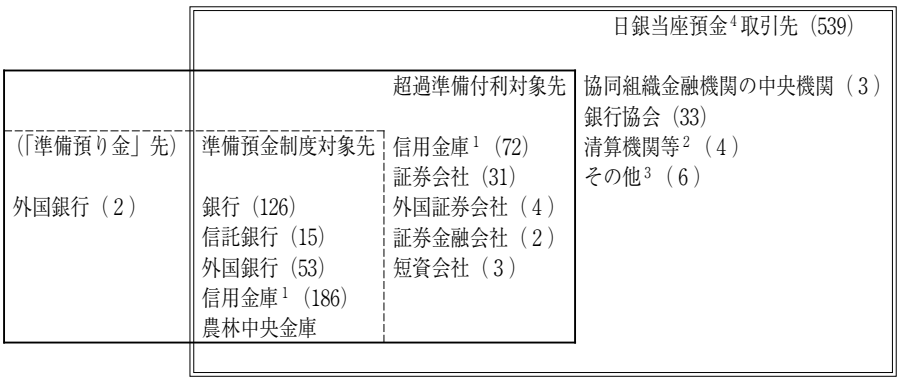
担として否定され、先進国ではいずれも、準備率操作は金融政策としての役割を終えている。それ以降は、決済に必要な中央銀行預金残高をわずかに上回る最低限度に設定され、準備預金の積みの進捗率を調整することで金融調節を行う、その制度的土台としてのみ機能してきたのである。

また、現在、超過準備に金利が付される金融機関には、証券会社など準備預金制度対象外の金融機関が含まれ、実際に、証券会社等は一一兆円余りの日銀当座預金を保有している（図表2、3）。しかし、証券会社等は準備預金制度の対象外であり、それを対象に含めるには「準備預金制度に関する法律」の改正が必要となる。

（3）超過準備金利の引上げ

バランスシートを維持したまま金融を引き締める方法がもう一つある。超過準備の金利を引き上げることである。[2] 超過準備への付利は、リーマン

図表２　日銀当座預金・超過準備付利・準備預金の対象先



（注）１．「信用金庫」（2014年２月24日で267金庫）のうち、日銀当座預金取引先は258金庫（14年４月）。さらにそのうち準備預金制度対象先（前期末預金残高1,600億円以上）は186金庫と推定。
２．「清算機関等」は、全国銀行資金決済ネットワーク、東京金融取引所、日本証券クリアリング機構、ほふりクリアリング。
３．「その他」は、CLS Bank、日本政策投資銀行、国際協力銀行、商工組合中央金庫、日本政策金融公庫、預金保険機構。
４．日銀の貸借対照表上、「政府預金」、「外国中央銀行等からの預金」は、「当座預金」に含まない。

（出所）金融庁「免許・許可・登録等を受けている業者一覧」、日本銀行「当座預金取引の相手方一覧（2014年４月末）」、「日本銀行当座預金、準備預り金取引先コード一覧（2014年４月２日）」、「補完当座預金制度の概要」（2008年10月31日）、信金中金地域中小企業研究所「全国信用金庫概況2012年度」より作成。

ショック後の二〇〇八年一〇月三一日に「補完当座預金制度」として導入された。その目的は、一定のインセンティブ（金利）を付けることで金融機関に十分な当座預金を保有させ、もって金融機関の流動性不足（懸念）を払拭することであった。だからこそ、付利の対象は、準備預金制度の本来の対象である預金金融機関の範囲を超えて、証券会社等を含む大手金融仲介機関に広く設定されたのである。またそれは同時に、市場金利に下限を設定することを意味し（信用リスクゼロの日銀がその金利で無制限かつ要求払いで預かってくれることを意味するため）、上限を画する補完貸付制度とあいまって、金利を一定の幅に収める役割を担う。それによって、短期金融市場で一定の取引が発生し、その機能を維持する役割も果たすことになる。

したがって、流動性危機の心配がなくなれば、本来的な目的は終えたことになるが、その金利を引き上げていけば超過準備がいくらあっても市場金利を高くできるのである。

しかしこの方法の問題は、日銀に巨額の利払いが発生する点である。昨年度（二〇一三年度）は、金利は〇・一％であり、超過準備も期末で一一〇兆円にすぎないため、利払いは八三七億円にとどまった。金利を一％に引き上げたと仮定しよう。超過準備は一六七兆円であるから、利払いは一兆六七〇〇億円に跳ね上がる。二％になれば当然その倍である。日銀の利益（税引前剰余金）は昨年度で九八一六億円、今年度はさらに長期国債保有高が増加し利息収入が増えるがそれでも一兆円余りであるから、日銀はただちに赤字に転落することになる。昨年度五七九四億円あった国庫納付金はゼロとなり、そ

図表３　準備預金の業態別超過率

（億円）

	都銀	地銀	第二地銀	外銀	信託	その他の準備預金制度対象先	その他の付利対象先
当座預金（A）	500,350	102,630	30,840	120,280	87,650	307,020	112,600
超過準備（B）	464,890	87,050	28,850	119,930	83,240	282,450	112,600
超過率（B/A）	92.9%	84.8%	93.5%	99.7%	95.0%	92.0%	100.00%

（注）2014年３月16日～４月15日期間の平均残高。
（出所）日本銀行「業態別の日銀当座預金残高（2014年３月）」より作成。

の分は結局、納税者の負担が増えることになる（図表４）。金融機関への補助金との批判も起こるであろう。

しかもこの利払いは単年度で終わらない。長期国債保有高が大幅に減らなければ超過準備はなくならず、平均残存期間が七年であるため満期到来による自然減を待つなら数年に渡って兆円単位の利払いが必要となる。他方、日銀の自己資本は一三年度末で二兆八八六三億円しかない。[3]他に引当金が三兆六四九三億円あるが、[4]それらすべてを取り崩しても足りず、債務超過に陥るといった事態もありえないことではない。後掲注３の図表７に示すように、今年度は法定準備金を過去に例のない当期剰

図表４　日本銀行の損益・引当金・自己資本

（年度、億円）

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
経常収益（外為収益を除く）（A）	8,977	7,091	7,014	7,023	7,174	9,510
貸出金利息	1,341	398	383	438	332	256
国債利息	6,484	5,995	6,225	6,199	6,225	8,057
経常費用（外為費用を除く）（B）	4,178	2,473	2,384	2,762	2,666	2,988
経費	2,274	1,922	1,947	1,916	1,899	1,908
売現先利息	573	203	193	170	199	146
超過準備への支払利息	na	na	na	na	na	837
外国為替損益（C）	−409	−953	−4,087	1,099	6,809	6,283
経常利益（D＝A－B＋C）	4,390	3,665	542	5,361	11,317	11,317
特別利益	3	11	45	95	70	111
特別損失	4	5	29	2	3,020	3,100
外国為替等損失引当金繰入	—	—	—	—	3,018	3,097
税引前剰余金	4,389	3,671	558	5,453	8,367	9,816
税	1,386	0	37	162	2,606	2,574
当期剰余金（E）	3,003	3,671	521	5,291	5,760	7,242
法定準備金（F）	450	184	78	264	288	1,448
F/E	15.0%	5.0%	15.0%	5.0%	5.0%	20.0%
国庫納付金	2,552	3,488	443	5,026	5,472	5,794
債券取引損失引当金	22,433	22,433	22,433	22,433	22,433	22,433
外国為替等取引損失引当金	7,945	7,945	7,945	7,945	10,963	14,060
法定準備金	26,600	26,783	26,862	27,126	27,414	28,862
資本金	1	1	1	1	1	1

（注）１．「債券取引損失引当金」、「外国為替等取引損失引当金」は、原則として、関連利益（損失）の50％を積み立てる（取り崩す）こととなっている（日本銀行会計規程第18条）。引当金には、他に、「退職給付引当金」がある。
２．各年度の「法定準備金」は当該年度の剰余金の処分を反映させている。
（出所）日本銀行「財務諸表等」各年度版より作成。

余金（利益）の二〇％という高率で積み立てているが、出口戦略が始まれば焼け石に水である。

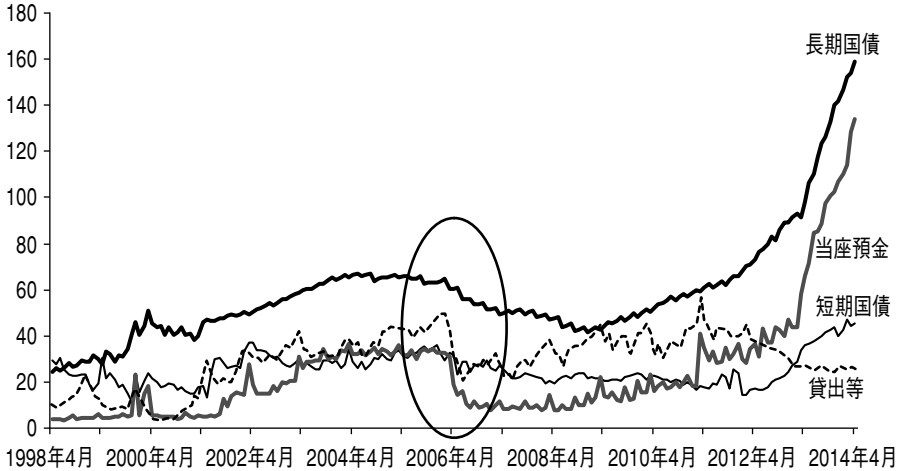
もちろん、超過準備金利の引上げだけでなく、売出手形、売現先による資金吸収が可能であるが、それらも日銀の利払い負担を増加させることに変わりはなく、日銀の損益に与える影響は超過準備への付利と同じである。

2　量的緩和（二〇〇一年～二〇〇六年）からの出口の場合

以上のように、量的質的緩和策からの脱出は、いずれの方法をとったとしても極めて困難なものになると思われる。では、二〇〇一年から〇六年にかけて実施された前回の「量的緩和政策」の場合はどうだったのだろうか。そこからの脱出はどのように実施されたのか確認しておこう。(5)

図表5は、日本銀行のバランスシート上の主な資産と当座預金の推移を示したものである。足元で長期国債と当座預金が急増していることがわかる。その中の二〇〇六年前後（〇印部分）を抜き出したものが図表6である。

図表5　当座預金と主な資産の推移（兆円）



（注）「貸出等」＝「貸出」＋「買現先勘定」＋「買入手形」
（出所）日本銀行時系列データより作成。

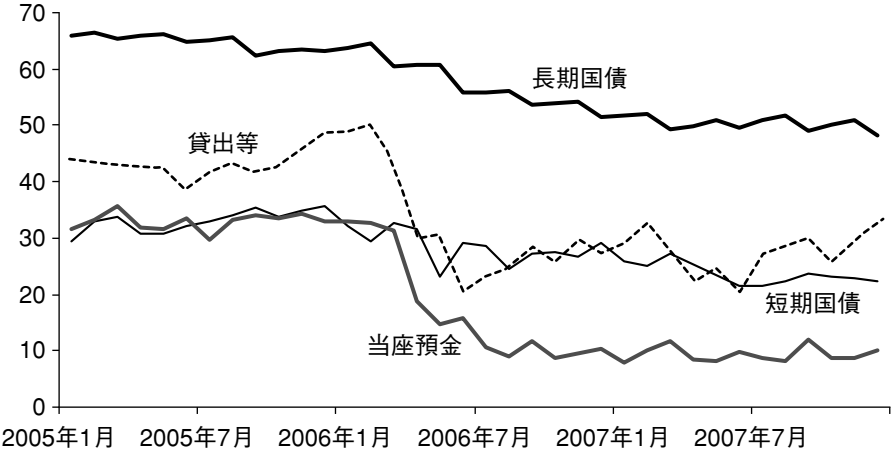
これを見ると、当座預金が貸出等の資金供給オペ残高の減少に合わせて短期間で縮小していることがわかる。つまり、当時も当座預金残高の引上げは長期国債の買切り額の引上げとあわせて実施されたが、長期国債残高は銀行券残高の範囲内に収まっており（いわゆる銀行券ルール）、当座預金は、共通担保貸付や短期国債の売買などのオペによってコントロール可能な水準にとどまっていた。そのため、長期国債については満期償還による自然減にとどまっても、オペ残高の引下げのみによって量的緩和からの短期間での脱出が可能だったのである。

ところが今回は、当座預金は、日銀の保有する短期資産の額をはるかに超えており、したがって「出口」においては、長期国債を中途売却するか、超過準備への利払いや資金回収オペなどの巨額の金利費用を発生させる方法をとるかしかなくなっているのである。

銀行券ルールの停止や保有残存期間の長期化は、長期金利を押し下げる一定の効果があったと思われるが、同時に、通常の金融政策への復帰を極めて困難なものとしているのであ

図表６　量的緩和（2001年３月～2006年３月）解消期の当座預金と主な資産

（兆円）



（注）「貸出等」=「貸出」+「買現先勘定」+「買入手形」
（出所）日本銀行時系列データより作成。

る。

3　中央銀行の債務超過

では、そうした利払いによって、仮に日本銀行が債務超過に陥ったとすると、どのような問題が発生するのだろうか。中央銀行の債務超過転落という事態を市場はどう受け止めるだろうか。[6]

〈日銀の債務である日本銀行券、すなわち円の信用にかかわる事態〉という考え方もあるかもしれない。日銀の債務は、資産と見合いで発行されている。その健全性を維持するために、担保やオペ対象は適格なものに厳しく限定されてきたのである。しかしながら、現在は金本位制ではなく、日銀券の価値や信用を決定するのは、直接的には日銀の資産の額や健全性ではなく、日本の物価水準や決済システムの安定性である。日銀の純資産がマイナスになったから、その債務が価値を失うとは言えない。

あるいは、〈日銀が債務超過となっても、政府が補填すればよいだけだ〉との見方もあろう。かつては、日銀法等において、政府が日銀の損失を補填することが定められていたが、[7]現在の日銀法にはそうした規定はないため、その場合には、法律の改正が必要となる。また、財政資金からの補填には国会の議決が必要となる。政府が補填のための資金を国債の発行で調達し、日銀が（市中銀行経由で）それを買い入れれば、実質的には新たな財政資金は不要となるが、それでは日銀財務を健全化したことにはならない。また、一般論として、財政からの補填の過程で、政府から中央銀行への圧力が高まるとの議論もあるが、これらは、先の考え方と同様、債務超過は日銀券の信用に関わると考えるからこそ生まれる問題である。債務超過に問題はなく補填は必要ない、との主張もありえるはずである。

すなわち、〈日銀の債務である日銀券は最終決済手段であるから、それを発行すれば債務不履行とはならず、したがって債務超過となっても何の問題もない〉という考え方である。そうなれば、政府による補填どころか、日銀の赤字を心配する必要もないことになる。しかし、本当にそうだろうか。

実際に、中央銀行が債務超過に陥った例を見てみよう。

（1）一九七〇年代のブンデスバンク（ドイツ連邦準備銀行）

西ドイツの中央銀行であるブンデスバンクは、一九七〇年代、ニクソンショック前後からのドル安マルク高の進行にともない巨額の外貨準備評価損を計上、数年にわたり債務超過に陥った。

日本の場合、外貨準備は、そのほとんどが大蔵省（財務省）の外国為替資金特別会計で管理・運用されており、日銀が保有するのはその数％程度にすぎない。したがって、日銀の場合には、外貨安円高による評価損がそれほど大きくなることはない。[8]

ところがブンデスバンクは、制度的に西ドイツの外貨準備の全額を保有している上、輸出主導型の経済であることや財政ファイナンスへの警戒が強いことから、通貨の供給方法としても外貨買入れ（ドル買いマルク売りの市場介入）のウエイトが高く、結果的にバランスシート（資産）に占める外貨の比率が非常に高い（これは現在のブンデスバンクにも残る特徴である）。そこに、一九六〇年代末からのドル危機が襲ったのである。

まず一九六九年、マルクは五％の切上げに追い込まれるが、その結果、ブンデスバンクは、四一億マルクの金・外貨評価損を計上することになる。[9] 経常利益は一四億マルクしかないため、引当金や準備金を取り崩し、なんとか最終損益をゼロとしている。

翌七〇年にはなんとか黒字を維持できたものの、ニクソンショックの起こった七一年には外貨評価損が六〇億マルクに達し、最終損益は三一億マルクの赤字となった。しかし、自己資本[10]は二五億マルクしかないため、ブンデスバンクはここで債務超過に陥ったのである。ところがバランスシート上は、純損失三一億マルクを「外貨資産評価調整勘定[11]」との科目で資産の部に計上し、引当金・準備金・資本金はそのまま維持されている。資本金等がプラスであるからそこだけをとれば資産超過であるように見える。

それ以降も、七三年から七九年まで（七五年を除く）ブンデスバンクは債務超過となるが、いずれも、損失額を調整勘定等の名目で資産計上することで名目上の自己資本を維持し続けたのである。そしてようやく一九八〇年になって、ボルカー議長のもとでのＦＲＢの高金利政策によるドル高で累積損失を一掃、資産超過を回復している[12]。

（2）債務超過と通貨の信認

ブンデスバンクが債務超過に陥っていた一九七〇年代、だからといって西ドイツ・マルクの信認が低下したり、インフレ率が上昇したりといったことはなかった。むしろマルクは、ドルに代わる国際通貨として注目され対外価値が上昇していたのである（それゆえの債務超過転落でもあった）。しかし、といって、〈これは保有外貨の評価損であるから実質的なブンデスバンクの資産の劣化とは言えない〉と考えるのは適切ではない。中央銀行のバランスシートを重視する立場から言えば、債務であるマルクの価値を保証すべき資産の価値が低下したことにかわりはないのである。

しかしこの事例が意味するのは、中央銀行の自己資本の状況と通貨の価値や信認の間には必ずしも直接的な関

係はないということである。そしてそれは、ブンデスバンクが貿易黒字を維持する経済大国ドイツの中央銀行であるという〈特殊な事情〉によるわけでもない。途上国においても、一九九〇年代末のチリやインドネシアでは、中央銀行が（自国通貨高以外の理由によって）債務超過に陥りながらも、インフレ率の上昇は抑えられていた。[13]

では、債務超過でないとすれば、通貨の信認を損なうのはどのような場合ということになるのだろうか。それは、原則に戻ることになるが、通貨発行に歯止めが失われた時であろう。したがって、債務超過であっても、通貨の増発を伴わなければ物価の高騰を引き起こすことはない。しかし、過度の通貨発行がなされればたとえ債務超過でなかったとしても、強度のインフレが発生し、通貨の信認自体が失われることになる。限度のない国債の中央銀行引受けがその典型である。あるいは非現実的ではあるが単純な例として、中央銀行の経常経費が常に収入を上回る状態――その時には中央銀行が自らの支払い（＝通貨供給）をコントロールできない――をあげることもできよう。

〈中央銀行に債務不履行はないからいくら赤字になっても問題ない〉という考え方は、管理通貨制度下の中央銀行は兌換義務を免れているという事実を示しているだけであり、中央銀行が通貨価値を維持する義務を負っていることを見逃している。しかもその義務は、中央銀行の目的として法律に書かれているから発生している義務ではなく、「不換銀行券という債務を発行するものが、銀行券保持者の信用を維持するためになさねばならない私法的な意味での義務」[14]なのである。

〈債務不履行が起こり得ない〉中央銀行が自己資本（準備金）を積み立てるのも、あるいはそもそも政府からの独立性が必要とされるのも、究極的にはそこ――通貨発行量のコントロールによって通貨価値を維持する義務――に由来する。

（3）中央銀行の損失

では、通貨供給量をコントロールさえできていれば、多少の損失は問題ないのか。損失が国庫納付金を減少させそのことが政府からの介入を招きやすいといった問題を除けば、損失自体が中央銀行や通貨の信認に影響することはないと思われる。しかし、損失が生じるということは、中央銀行が、流動性リスク以外に価格リスクや信用リスクを負っていたことを意味する。価格リスク等を負わずに純粋に流動性転換機能だけを果たすことはできないとしても、独占的な通貨発行権を有する中央銀行が、市場がとるべきリスクを肩代わりしていたことこそが問われるべき点である。中央銀行の安易なリスク負担は、モラルハザードを通じて市場の資源配分を歪めるからである。したがって、そうしたリスク負担の是非は、最終的に利益が出たか否かによって左右されるべきではないであろう。

おわりに

現状では可能性は低いとしても、日銀が出口戦略に乗り出し、仮に債務超過に陥ったとするとどうであろうか。述べてきたように、そのこと自体が円の信認問題になるとは、合理的には考えにくい。損失は数年に及ぶとはいえ一時的であり、通常の状態に戻れば日銀は年間数千億円程度の利益を上げることができる。短期間で資産超過に復帰するであろう。

むしろ問題は、出口に向かえず、追加緩和を繰り返さざるをえなくなった場合である。①二％の目標を達成できない、あるいは、②インフレ率の目標は達成しても長期金利、雇用、経済成長率など新たな目標が設定されるケースである。その時には、財政ファイナンスが本格化し、円の信認は日本国債のそれとともに大幅に低下する

のではないだろうか。

注

（1）日銀は、これまで長期国債を満期前に市場で売却したことがなく、会計処理上も、満期保有目的として償却原価法が採用されている。そのため評価損が生じることはない。なお、長期国債への償却原価法の採用は二〇〇四年度からであり（日本銀行『平成一六年度業務概況書』二六四頁）、それまでは低下法にもとづき評価損が計上されていた。また、日銀の損益計算書には、二〇〇〇年度までは長期国債を含む国債の「売却損益」が計上されていたが、それは現先オペが「売買」として経理処理されていたためである。〇一年度以降、同オペは「金融取引」とされ、「売却損益」にかわって「買（売）現先利息」が計上されることとなった（日本銀行『平成一三年度業務概況書』二七二頁）。二〇〇四年度以降、長期国債の売却損益が再び計上されているが、これは国債整理基金の買入消却に応じた際のものと思われる。

（2）超過準備金利の引上げに伴う問題については、翁［二〇一三］参照。

（3）日銀の自己資本は法定準備金と資本金から成るが、資本金は一億円。法定準備金は、税引後利益（当期剰余金）の原則五％を毎年積み立てることになっているが、財務大臣の認可を受ければそれ以上を積み立てることができる（日本銀行法第五三条）。これまで（現行日銀法下、一九九八年度以降）、五％を超える積立てがなされた年度、その剰余金に対する比率、その主な理由については図表7参照。

（4）「債券取引損失引当金」と「外国為替等取引損失引当金」の合計。これらは原則として、それぞれ債券、外為に関する損失を補填する場合にしか取り崩せないことになっているが、「財務大臣の承認を受けたときは、この限りでない」

と定められている（日本銀行法施行令第一五条第二項）。

（5）現在の状況と比較した二〇〇六年の出口戦略については、久後［二〇一三］参照。

（6）中央銀行が債務超過となった場合の問題、関連する議論の整理・サーベイについては植田［二〇〇三］の他Adler[2012], Bindseil[2004]参照。

（7）日本銀行特別融通及損失補償法（一九二七年）第四条、旧日本銀行法（一九四二年制定時）第四〇条、旧日本銀行法附則（一九四七年改正）第九号。

（8）とはいえ、日銀も一九七一年度には赤字に陥っている（剰余金は△五四六億円）。ニクソンショック後の円切上げ（ドル切下げ）による日銀保有外貨の評価損の拡大が主な原因であった。この年は、積立金（現在の法定準備金）を一二六〇億円取り崩して、七一三億円を国庫に納付している（『日本銀行百年史（資料編）』）。

（9）以下の数値は、Bundesbank, *Annual Report*各号掲載の財務諸表による。

（10）自己資本は、資本金＋準備金（法定準備金＋その他準備金）＋引当金（年金債務引当金を除く）として計算した。

（11）正確には"Compensatory amount required for new valuation of foreign currency assets and liabilities - balance sheet loss -"

（12）同様に、スイスの中央銀行も一九七一年と七八年に債務超過に陥っていたが、当時、それは公表されなかった。また、リーマンショック後のスイスフラン高で、二〇一〇年には債務超過とはならなかったものの巨額の損失をこうむったことを、ヨルダン副総裁（現総裁）が認めている（Jordan[2011]）。

図表７　日銀の法定準備金積立（５％を超えたケース）

年度	積立額／当期剰余金	背景
2002	15%	金融機関からの株式買入れ（2002年11月～04年９月）
2003	15%	
2004	12.9%	10%＋山一証券向け貸倒れ1,111億円×５％
2008	15%	金融機関からの株式買入れ（2009年２月～10年４月）
2010	15%	
2013	20%	量的質的金融緩和

（13）　植田［二〇〇三］参照。

（14）　吉田［二〇〇二］参照。

参考文献

・伊豆久「ＦＲＢの出口戦略」本誌、二〇一〇年六月号。

・植田和男「自己資本と中央銀行」（日銀審議委員講演）二〇〇三年一〇月二五日。

・翁邦雄「経済教室―量的緩和、出口の展望必要」『日本経済新聞』二〇一三年三月二六日。

・小栗誠治「中央銀行のシーニョリッジ、利益処分、資本」『滋賀大学経済学部研究年報』第七号、二〇〇〇年。

・会計検査院「日本銀行の財務の状況及びその推移について」『平成二〇年度決算検査報告』第四章第三節第三。

・久後翔太郎「量的・質的金融緩和～異次元の運営、異次元の出口」『経済分析レポート』（大和総研）、二〇一三年九月一一日。

・日本銀行金融研究所編『日本銀行の法的性格―新日銀法を踏まえて―』弘文堂、二〇〇一年。

・日本銀行調査局（吉野）「中央銀行に資本金は必要なりや否や（一九四六年五月三日）」『日本金融史資料昭和続編第一〇巻』所収。

・日本銀行調査局「銀行券発行は行政権の行使とは無関係である（一九五五年七月一三日）」『日本金融史資料昭和続編第一〇巻』所収。

・吉田暁『決済システムと銀行・中央銀行』日本経済評論社、二〇〇二年。

・Adler, G., et. al., "Does Central Bank Capital Matter for Monetary Policy?" *IMF Working Paper*, WP/12/60, 2012.

・Bindseil, U., et. al., "The Role of Central Bank Capital Revised," *ECB Working Paper Series*, no. 392, 2004.

・Buiter, W., "Can Central Bans Go Broke?" *CEPR Policy Insight*, no. 24, 2008.

・Jordan, Thomas J., "Does the Swiss National Bank need equity?" September 28, 2011.

（こばす　ひさし・客員研究員）

米国ＨＦＴの実情２
～ＳＥＣのＭＩＤＡＳデータ～

吉川　真裕

二〇一四年三月一〇日、頻繁に注文の発注と取り消しを繰り返すハイ・フリークエンシー・トレーディング（ＨＦＴ）の大手ヴィルトゥ（Virtu Financial Inc.）が証券取引委員会（ＳＥＣ）に公開準備文書を提出し、二〇〇九年から二〇一三年までの一二三八営業日のうち一営業日しか損失を出していないことが報じられ、ＨＦＴが不当な利益を得ているのではないかという疑惑が広まった。[1] そして、三月一八日にはエリック・シュナイダーマン・ニューヨーク州司法長官がＨＦＴやダーク・プールを講演で批判し、三月二一日にはゴールドマン・サックスのゲーリー・コーン社長兼ＣＯＯがＨＦＴに対して批判的な投稿をウォール・ストリート・ジャーナルにおこない、三月三一日には『ライアーズ・ポーカー』の著者マイケル・ルイス氏がＨＦＴを批判した著書『フラッシュ・ボーイズ』を公刊し、ＨＦＴやダーク・プール、取引所に対する風当たりが強まっている。[2]

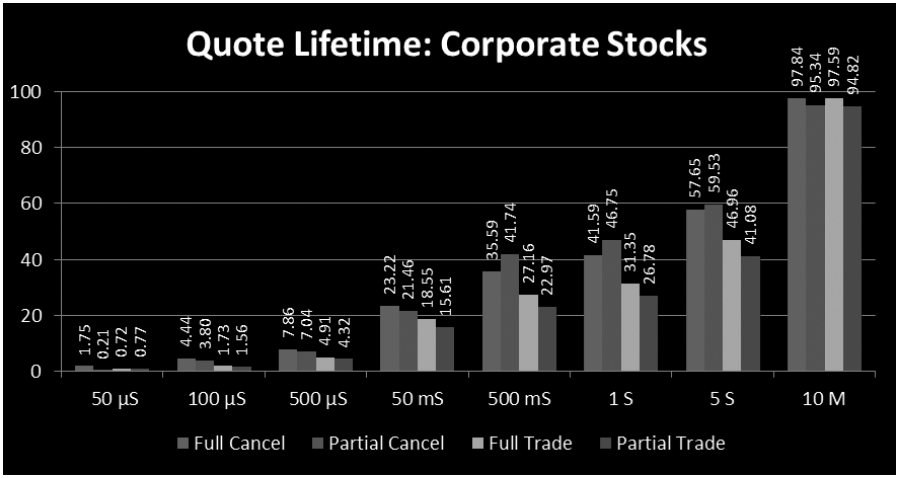
本誌一六八二号（二〇一四年二月）では二〇一三年一〇月にＳＥＣが公表したデータを用いて、アメリカにおけるＨＦＴの実情を紹介した。[3] その中には発注から執行または取り消しまでの時間の長さがあったが、注文が最良気配でおこなわれたのか、最良気配に劣る価格でおこなわれたのか等の区別はなかった。二〇一四年三月にＳＥＣは注文を分類してデータを公表したので、これに基づいて以下では米国ＨＦＴの実情を再度紹介する。

1　注文執行・注文取り消しのスピード

SECのホームページで『株式市場のスピード』と題されたページ（二〇一三年一〇月九日）では、完全に取り消された注文、部分的に取り消された注文、完全に執行された注文、部分的に執行された注文の四つに二〇一三年第2四半期の利用可能な株式に対する注文を分類し、それぞれの分類内で占める累積比率を八つのグループに分けて表示していた。[4] 二〇一四年三月二〇日に追加された『発注と比べた株式市場のスピード』と題されたページでは、完全に取り消された注文、部分的に取り消された注文、完全に執行された注文、部分的に執行された注文の四つに二〇一三年第4四半期の利用可能な株式に対する注文を分類し、それぞれの分類内で占める累積比率を八つのグループに分けて表示している（図表1）。[5]

二〇一三年第2四半期と比べると第4四半期では完全に取り消された注文の比率が減って部分的に取り消された注文の比率が増えており、五〇〇ミリ秒（〇・五秒）、一秒、五秒というグループでは両者の累積比率が逆転していた。

図表1　株式の注文持続時間



2　注文執行・注文取り消しの比率

二〇一四年三月二〇日に公表された『発注と比べた株式市場のスピード』と題されたページで興味深いのは、完全に取り消された注文、部分的に取り消された注文、完全に執行された注文、部分的に執行された注文の四つの比率が①最良反対気配超（クロス）、②最良反対気配（ロック）、③最良反対気配未満・最良同気配超（インサイド）、④最良同気配（アット）、⑤最良同気配未満・五〇ベーシスポイント（〇・〇五％）以内、⑥最良同気配未満・五〇ベーシスポイント超の六つのグループに分けて付表で表示されている点である（図表2）。

まず、すべての注文の内訳で見ると、完全に取り消された注文が九三・七六％、完全に執行された注文が三・二五％、部分的に取り消された注文が一・八〇％、部分的に執行された注文が一・一八％であり、完全に取り消された注文が圧倒的に多いことが一目瞭然である。

さらに、それぞれの注文を気配値との関係で六つに分けて内訳をみると、最良同気配未満・五〇ベーシスポイント以内で完全に取り消された注文が四九・六四％で全注文のほぼ半分を占め、最良同気配（アット）で完全に取り消された注文が二九・二二％（累積で全注文の七九％）、最良同気配未満・五〇ベーシスポイント超で完全に取り消された注文が九・五一％（累積で八八％）を占めていることがわかる。そして、これらに次いで最良反対気配（ロック）で完全に取り消された注文が三・八〇％（累積で九二％）、最良同気配（アット）で完全に執行された注文が二・二八％（累積で九四％）、最良反対気配未満・最良同気配超（インサイド）で完全に取り消された注文が一・五四％（累積で九六％）、最良同気配（アット）で部分的に取り消された注文が〇・九八％（累積で九七％）、最良同気配（アット）で部分的に執行された注文が〇・七九％（累積で九八％）、最良同気配未満・五〇ベーシスポイント以内で部分的に取り消された注文が〇・五〇％（累積で九八％）、最良同気配未満・

五〇ベーシスポイント以内で完全に執行された注文が〇・四六％（累積で九九％）を占めていた。

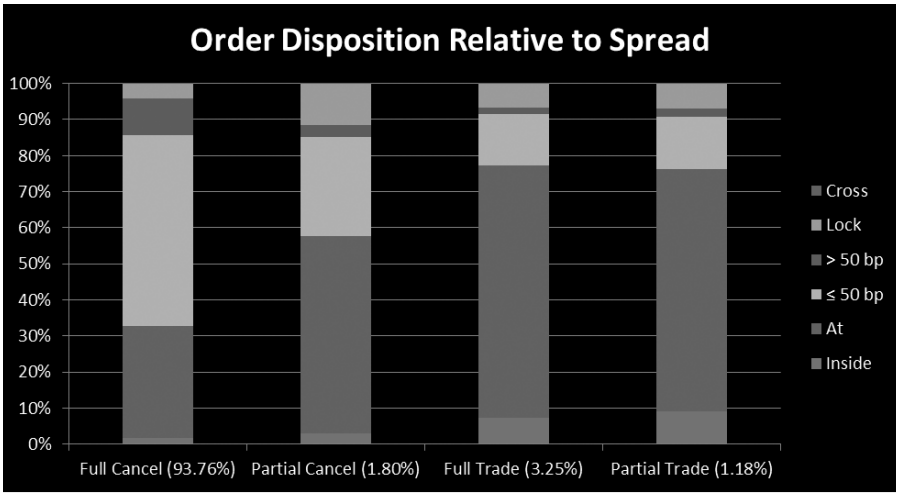
ＳＥＣは完全に取り消された注文、部分的に取り消された注文、完全に執行された注文、部分的に執行された注文の四つのグループそれぞれに占める①最良反対気配超（クロス）、②最良反対気配（ロック）、③最良反対気配未満・最良同気配超（インサイド）、④最良同気配（アット）、⑤最良同気配未満・五〇ベーシスポイント以内、⑥最良同気配未満・五〇ベーシスポイント超の注文の比率に注目しており、完全に取り消された注文と部分的に取り消された注文の合計では最良気配に劣る注文（⑤と⑥）の占める比率が六二・五％であるのに対して、完全に執行された注文と部分的に執行された注文の合計では最良気配に劣る注文（⑤と⑥）の占める比率が一六％であり、好対照をなしていることを指摘している（図表3）。

他方、ＳＥＣは①最良反対気配超（クロス）、②最良反対気配（ロック）、③最良反対気配未満・最良同気配超（インサイド）、④最良同気配（アット）、⑤最良同気配未満・五〇ベーシスポイント以内、⑥最良同気配未満・五〇ベーシスポイント超の六つの注文グループに占める完全に取り消された注文、部分的に取り消された注文、完全に執行された注文、部分的に執行された注文の比率（図表4）にも注目しており、③最良反対気配未満・最良同気配超（インサイド）の注文の八二％は完全に取り消された注文または部分的に取り消された注文であり、取り消し／執行比率は四・六、④最良同気配（アット）の注文の取り消し／執行比率は九・八、⑤最良同気配未満・五〇ベーシスポイント以内の注文の取り消し／執行比率は七九、⑥最良同気配未満・五〇ベーシスポイント超の注文の取り消し／執行比率は一一七であり、注文がアグレッシブでなくなるほど取り消し／執行比率が高まることも指摘している（①最良反対気配超（クロス）と②最良反対気配（ロック）については合計で取り消し／執行比率は一三と指摘している）。

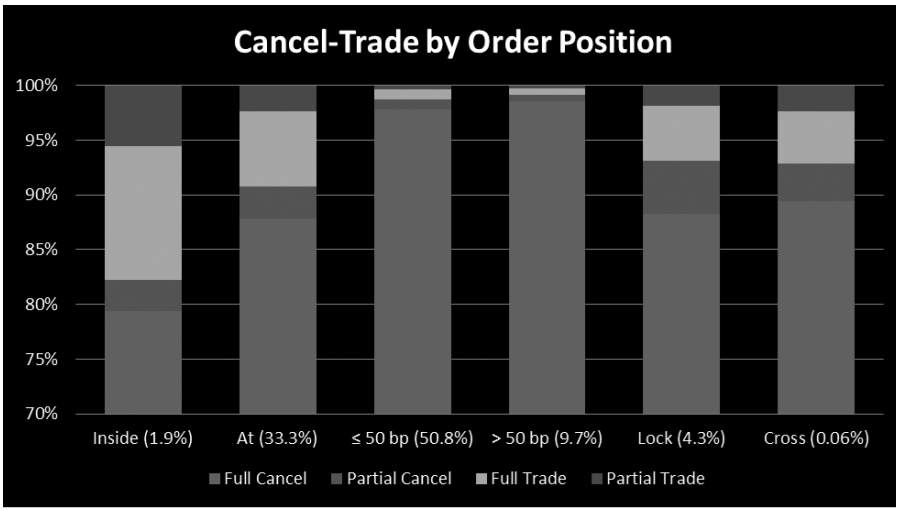
図表２　株式の注文ポジション別注文比率と注文持続時間

	スプレッド	比率（%）	執行または取り消しまでの累積比率							
			50マイクロ秒	100マイクロ秒	500マイクロ秒	50ミリ秒	500ミリ秒	1秒	5秒	10分
完全取消注文	Cross	0.05	3.25	6.11	14.30	44.84	67.11	71.63	79.77	96.97
	lock	3.80	3.52	9.87	20.29	46.10	60.94	65.38	73.83	97.32
	Inside	1.54	1.63	2.54	6.65	36.59	62.88	66.48	79.25	99.54
	At	29.22	2.58	8.36	13.99	38.01	54.65	61.16	76.24	99.29
	≤ 50bp	49.64	1.10	2.22	4.21	14.70	24.53	30.28	47.54	98.21
	>50bp	9.51	1.91	2.15	3.22	10.79	20.06	26.81	43.28	91.43
	全体	93.76	1.75	4.44	7.86	23.22	35.59	41.59	57.65	97.84
完全執行注文	Cross	0.00	4.97	10.29	24.51	66.54	76.58	79.03	85.27	98.89
	lock	0.22	1.03	1.89	6.69	33.87	46.16	50.23	62.08	97.21
	Inside	0.24	1.44	5.98	14.14	42.89	54.57	58.95	72.99	99.41
	At	2.28	0.66	1.47	4.34	17.07	26.01	30.56	47.64	98.60
	≤ 50bp	0.46	0.51	0.77	2.21	6.62	10.52	13.01	24.46	93.77
	>50bp	0.05	1.47	1.10	3.21	12.72	19.30	22.44	34.51	81.56
	全体	3.25	0.72	1.73	4.91	18.55	27.16	31.35	46.96	97.59
部分取消注文	Cross	0.00	1.46	2.64	9.91	47.57	65.27	68.62	77.07	97.26
	lock	0.21	0.31	2.21	5.78	22.01	47.55	50.54	59.01	93.02
	Inside	0.06	0.90	1.18	4.39	17.33	33.30	40.83	59.15	96.95
	At	0.98	0.23	6.07	9.90	25.54	48.46	53.62	67.13	97.87
	≤ 50bp	0.50	0.06	0.68	2.86	14.83	29.63	35.05	48.05	93.39
	>50bp	0.06	0.05	0.33	1.54	10.81	19.29	22.98	32.04	76.76
	全体	1.80	0.21	3.80	7.04	21.46	41.74	46.75	59.53	95.34
部分執行注文	Cross	0.00	2.66	5.15	15.66	58.13	71.62	74.76	82.74	98.38
	lock	0.08	1.31	2.05	6.24	26.70	36.34	39.62	50.21	93.49
	Inside	0.11	1.39	4.32	11.55	31.79	41.77	46.88	61.45	96.45
	At	0.79	0.77	1.44	3.94	14.99	22.84	26.99	42.85	96.97
	≤ 50bp	0.17	0.19	0.33	1.02	4.27	7.18	9.20	18.95	89.63
	>50bp	0.03	0.20	0.48	1.39	6.37	9.99	11.96	19.42	62.28
	全体	1.18	0.70	1.56	4.32	15.61	22.97	26.78	41.08	94.82
全注文		100.00	1.68	4.31	7.70	22.94	35.28	41.18	57.14	97.76

図表 3　株式の注文ポジション別比率



図表 4　株式の注文ポジション別取り消し／執行比率



3　注文持続時間

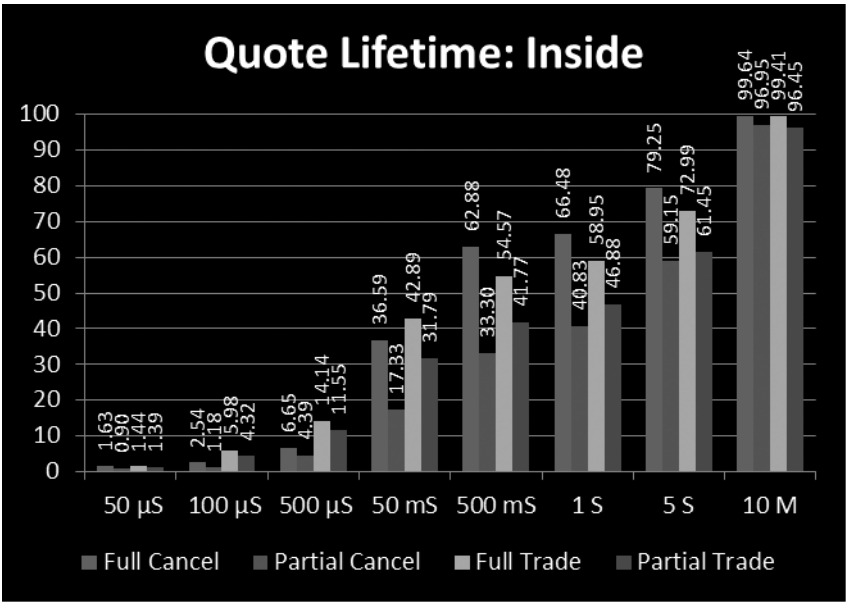
図表1は完全に取り消された注文、部分的に取り消された注文、完全に執行された注文、部分的に執行された注文の四つに注文を分類し、1五〇マイクロ秒以下、2一〇〇マイクロ秒以下、3五〇〇マイクロ秒（〇・五ミリ秒）以下、4五〇ミリ秒以下、5五〇〇ミリ秒（〇・五秒）以下、6一秒以下、7五秒以下、8一〇分以下、の八つのグループに分けてそれぞれの累積比率を表示していた。そして、図表2はこの累積比率を①最良反対気配超（クロス）、②最良反対気配（ロック）、③最良反対気配未満・最良同気配超（インサイド）、④最良同気配（アット）、⑤最良同気配未満・五〇ベーシスポイント以内、⑥最良同気配未満・五〇ベーシスポイント超、に分類して表示していた。ＳＥＣは図表2の累積比率から③最良反対気配未満・最良同気配超（インサイド）、④最良同気配（アット）、⑤最良同気配未満・五〇ベーシスポイント以内、⑥最良同気配未満・五〇ベーシスポイント超の注文の累積比率を取り出し、図表1と同じ形式で四つのグラフを作成している（図表5、図表6、図表7、図表8）。

この四つのグラフの高さであらわされる累積比率の形状を比較すると、③最良反対気配未満・最良同気配超（インサイド）、④最良同気配（アット）、⑤最良同気配未満・五〇ベーシスポイント以内、⑥最良同気配未満・五〇ベーシスポイント超の順で注文がアグレッシブでなくなるほど累積比率は低下しており、注文がアグレッシブでなくなるほど取引成立までに時間がかかるというよく知られた傾向のほかに、注文がアグレッシブでなくなるほど注文取り消しまでの時間も長くなる傾向も確認されたとＳＥＣは指摘している。そして、図表5から図表8までの五〇〇ミリ秒（〇・五秒）の累積比率に注目して、③最良反対気配未満・最良同気配超（インサイド）の注文では完全に取り消された注文が六二・八八％、完全に執行された注文が五四・五七％（図表5）、④最良同

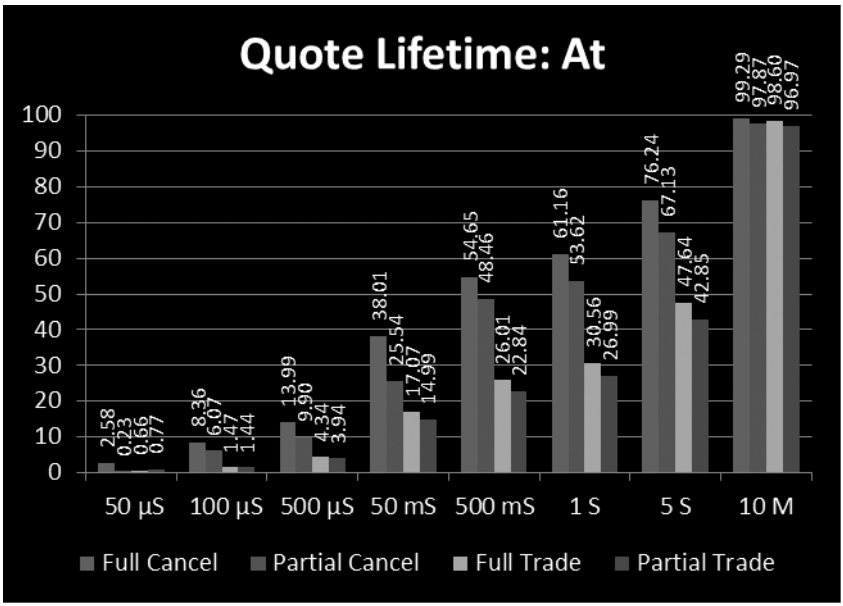
気配（アット）の注文では完全に取り消された注文が五四・六五％、完全に執行された注文が二六・〇一％（図表6）、⑤最良同気配未満・五〇ベーシスポイント以内の注文では完全に取り消された注文が二四・五三％、完全に執行された注文が一〇・五二％（図表7）、⑥最良同気配未満・五〇ベーシスポイント超の注文では完全に取り消された注文が二〇・〇六％、完全に執行された注文が一九・三〇％（図表8）という順に注文がアグレッシブでなくなるほど累積比率は低下していることを指摘している。ただし、⑥最良同気配未満・五〇ベーシスポイント超の注文で完全に執行された注文は一九・三〇％で⑤最良同気配未満・五〇ベーシスポイント以内の注文で完全に執行された注文の一〇・五二％を上回っているが、この点については他市場の最良気配を消化するために回送される特殊な注文（Inter-Market Sweep Order）がかかわっている可能性があると指摘しているものの、詳しい説明は見られない。

SECは三月二〇日に公開された『発注と比べた株式市場のスピード』と題されたページの最後に「なぜこれが興味深いのか」という見出しで以下のような解釈を提示している。全注文の五九％以上は最良気配に劣る価格で発注され、完全に取り消された注文（五九・一五％＝⑤四九・六四％＋⑥九・五一％）であり、最良気配に劣る価格で発注され、完全にまたは部分的に取り消された注文（五九・七一％＝⑤四九・六四％＋⑥九・五一％＋⑤〇・五〇％＋⑥〇・〇六％）が完全にまたは部分的に取り消された注文（九五・五六％＝九三・七六％＋一・八〇％）に占める比率は六二％以上（＝五九・七一％／九五・五六％）であった。他方、最良気配に劣る価格で発注され、完全にまたは部分的に執行された注文は〇・七一％（＝⑤〇・四六％＋⑥〇・〇五％＋⑤〇・一七％＋⑥〇・〇三％）に過ぎないが、最良気配に劣る価格で発注され、完全に執行された注文（〇・五一％＝⑤〇・四六％＋⑥〇・〇五％）が完全に執行された注文（三・二五％）に占める比率は一六％（＝〇・五一％／

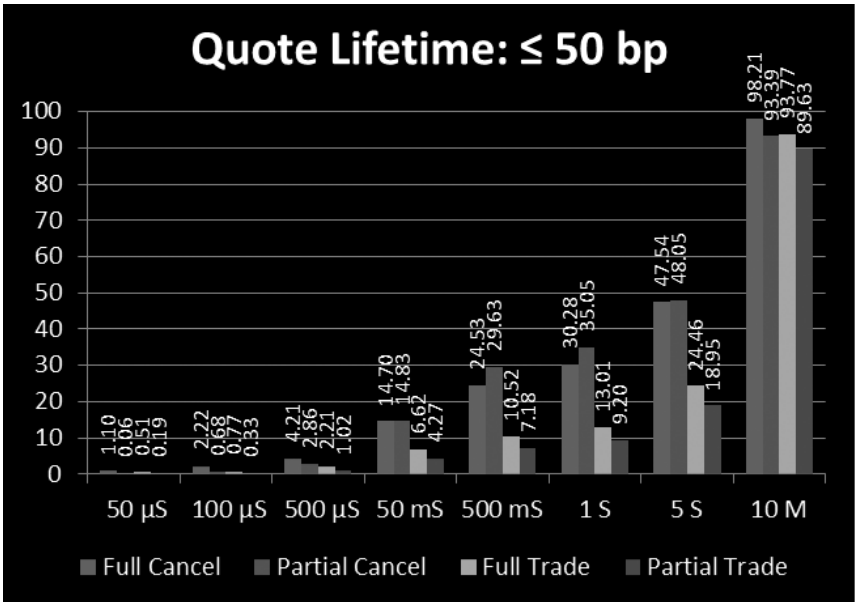
図表５　最良反対気配未満・最良同気配超（インサイド）の注文持続時間



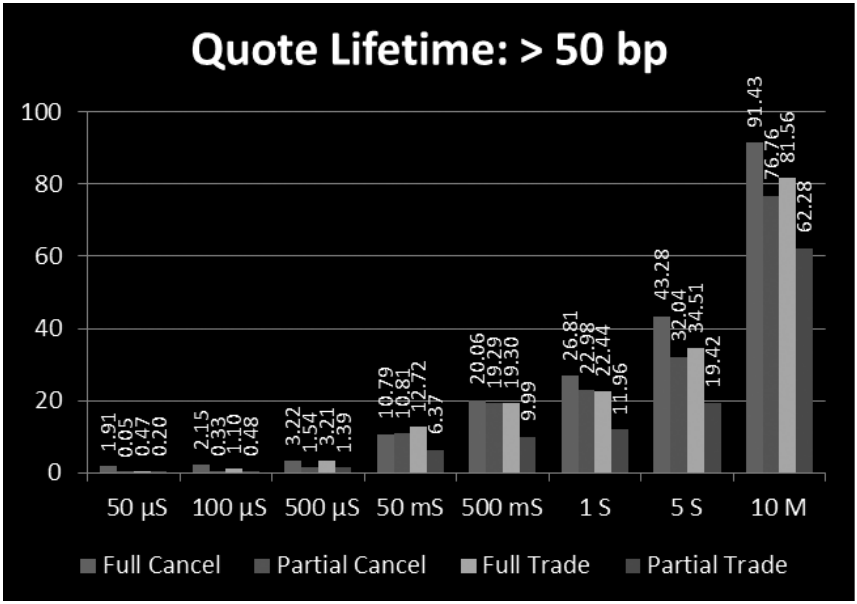
図表６　最良同気配（アット）の注文持続時間



図表 7　最良同気配未満・50ベーシスポイント以内の注文持続時間



図表 8　最良同気配未満・50ベーシスポイント超の注文持続時間



三・二五％）、最良気配に劣る価格で発注され、部分的に執行された注文（〇・二〇％＝⑤〇・一七％＋⑥〇・〇三％）が部分的に執行された注文（一・一八％）に占める比率は一七％（＝〇・二〇％／一・一八％）であった。注文がアグレッシブでなくなるほど注文の取り消し／執行比率が高く、注文がアグレッシブでなくなるほど注文の持続時間が長くなることを注文持続時間の累積比率は示しており、最良気配に劣る価格で発注され、完全にまたは部分的に執行された注文も市場に流動性を供給しているというのである。

この比率を高いと見るのか低いと見るのかは比較対象がないと判断しにくいが、普通に考えれば取引の一六％が最良気配に劣る価格で出された注文であるということであって、特に興味深いとは考えられない。むしろ、取引の八四％が最良気配以上の価格で注文が出されていたということの方が驚きであろう。アメリカでは発注・執行のスピード化が進んであり、成立した取引の八四％が最良気配以上の価格で注文が出されているという状況にあり、そうした現実に慣れた目から見れば成立した取引の一六％が最良気配に劣る価格で出されていたことが驚きなのかもしれない。

注

（1）Bradley Hope and Telis Demos, "High-Speed Trading Firm Virtu Seeks $100 Million in IPO," *The Wall Street Journal*, March 10, 2014 7:12 p.m. ET (http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702304704504579431750059898102?mg=reno64-wsj).

（2）"A.G. Schneiderman Calls For New Efforts To Eliminate Unfair Advantages Provided By Trading Venues To High-Frequency Traders," March 18, 2014 (http://www.ag.ny.gov/press-release/ag-schneiderman-calls-new-efforts-eliminate-

unfair-advantages-provided-trading-venues), Gary Cohn, "The Responsible Way to Rein in Super-Fast Trading," *The Wall Street Journal*, Updated March 20, 2014 8:05 p.m. ET (http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702303563304579447692855042948), Michael Lewis, "FLASH BOYS," March 31, 2014, Allen Lane (ISBN-10: 0241003636, ISBN-13: 978-0241003633).

（3） 「米国ＨＦＴの実情～ＳＥＣのＭＩＤＡＳデータ～」『証研レポート』一六八二号、二〇一四年二月（http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1682/1682_03.pdf）。

（4） *The Speed of the Equity Markets*, DATA HIGHLIGHT 2013-05, 9 October 2013 (http://www.sec.gov/marketstructure/research/highlight-2013-05.html).

（5） *Equity Market Speed Relative to Order Placement*, DATA HIGHLIGHT 2014-02, 19 March 2014 (http://www.sec.gov/marketstructure/research/highlight-2014-02.html). なお、執行された取引の報告方法が異なるためにニューヨーク証券取引所とＮＹＳＥ・ＭＫＴ（旧アメリカン証券取引所）のデータを含めずに分析をおこなった経緯については以下のページを参照。*Order Book Reporting Methods and Their Impact on Some Market Activity Measures*, DATA HIGHLIGHT 2014-03, 19 March 2014 (http://www.sec.gov/marketstructure/research/highlight-2014-03.html).

（よしかわ　まさひろ・客員研究員）

アベノミクス導入から一年
～機関投資家の動き～

志馬　祥紀

1　はじめに

アベノミクスと呼ばれる経済政策が採用され一年余りが経過した。本稿の目的は、アベノミクス後の証券市場における機関投資家行動の変化状況を把握することである。具体的には、銀行や生損保、海外投資家といった各機関投資家部門の行動を、各種データから読み取ることで、その行動変化の有無を調べる。なお筆者は昨年に、アベノミクス導入直後における同種報告を行っているが（志馬（二〇一三））、本稿は同レポートのフォロー内容にあたる。

（1）アベノミクスとは

アベノミクスと呼ばれる第二次安倍内閣の経済政策内容について簡単に記載する。アベノミクスは、三種類の経済政策を想定しており「三本の矢」とも称される。

第一の矢である「大胆な金融政策」とは、企業や家計に定着したデフレマインドの払拭を目標としており、具体的には二％の物価安定の目標を二年程度で実現することを目指している。当該内容は、実質的に日本銀行の新

金融政策として実施されており、黒田日銀総裁の名称からクロダノミクスとも呼ばれている（次節参照）。第二の矢である「機動的な財政政策」、第三の矢である民間投資を喚起する成長戦略についての詳細は省略する。

（2）日本銀行の新金融政策

本節では、「クロダノミクス」とも称される日本銀行の新金融政策について述べる。なお、二〇一四年四月に発表された当該金融政策は、それ以前の金融政策に比して金融緩和の程度が大きく異なることから「異次元緩和」とも呼ばれる。以下では昨年四月時の政策発表について「異次元緩和」の表現を多く用いる。

当該政策は、大別して、「マネタリーベース・コントロールの採用」「長期国債買入れの拡大と年限長期化」「ETF・J-REITの買入れ拡大」「量的・質的金融緩和の継続」「量的・質的金融緩和に伴う対応」の内容から成る。

「マネタリーベース・コントロールの採用」とは、金融調節の操作目標を短期金利からマネタリーベースに変更するものであり、マネタリーベースが年間六〇～七〇兆円で増加するよう金融調節を実施することである。

「長期国債買入れの拡大と年限長期化」とは、長期国債の保有残高が年間約五〇兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うものであり、買入れ対象について四〇年債を含む全ゾーンとした上で、買入れの平均残存期間をそれまでの三年弱から七年程度に延長することである。

「ETF・J-REITの買入れ拡大」とは、ETFおよびJ-REIT（上場不動産投資信託）の保有残高が、それぞれ年間一兆円、年間約三〇〇億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うことである。

「量的・質的金融緩和の継続」とは、「量的・質的金融緩和」を、二％の「物価安定の目標」の実現を安定的に持続するために必要な時点まで継続することである。

そして最後の「量的・質的金融緩和に伴う対応」とは、資産買入れ基金の廃止と、市場参加者との対話の強化といった上記項目に関連する事項である。

(3) 金融政策の作用経路

上述の金融政策が採用された場合、どのような経路を経て、金融政策は実態経済に作用するのだろうか。具体的には、三つの経路が想定される。

第一には、日本銀行による債券等の資産購入によって、金融市場のリスク・プレミアムが縮小することで、長期金利の低下、株価の上昇が発生する経路が考えられる。

第二に、日本銀行が商業銀行の保有する国債を購入し、商業銀行がそのポートフォリオ・リバランスを行うことで、貸出金が増加することが期待される。

第三に、中央銀行が政策転換を行い、経済全体に「インフレ期待感」が醸造されることで、実質金利が低下し、企業の投資意欲が刺激されることが期待される。(1)

このような政策経路を考えた場合、その影響はまず、資産市場、とりわけ国債市場に現れると考えられる。以下では、国債市場に焦点を当てながら、金融機関の投資行動を描写する。

2 金融市場の動向

(1) 国債・株式・REIT市場の概要

本節では、日本銀行の「異次元緩和」を受けた、金融・資産市場の状況について説明する。図表1・2は、国

債市場における金利水準の変化、株価指数及びJ-REIT（上場不動産投資信託）指数の推移を示している（データは月末ベース）。

図表1中、中期金利は五年物中期利付国債の金利を、長期金利は一〇年物長期利付国債の金利を、超長期金利は二〇年物長期利付国債の金利を示している。

当該図表中、中期・長期・超長期の金利水準は全て異次元緩和後、低下傾向を示しているようにみえる。

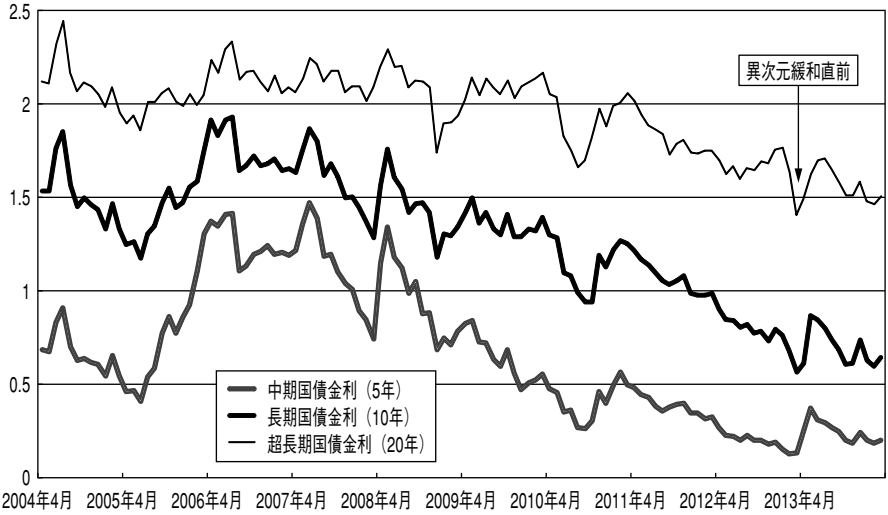
図表2は、ＴＯＰＩＸ（東証株価指数）及びJ-REIT指数を示している。これら数値は、異次元緩和前に先立つ二〇一二年末より上昇傾向を示していたが、最近その動きは停滞気味である。

（2）異次元金融緩和前後の市場

①金利水準の変動拡大

本稿では金利水準の変動状況について説明する。図表3は、金利水準の変動の拡大状況を、中期・長期・超長期利付国債別に示している。

図表１　金利水準の変化（％）



（出所：財務省）

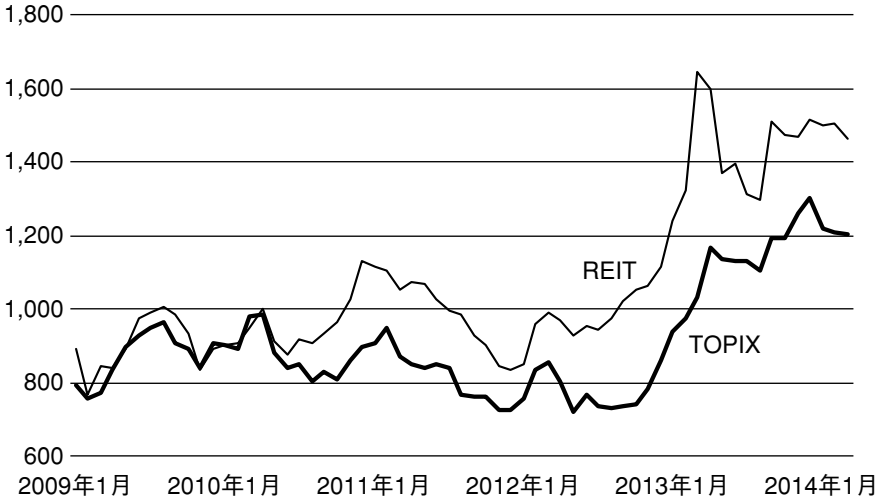
データは異次元緩和に先立つ二年間（二〇一一年四月～二〇一三年三月）と異次元緩和後の九か月間（二〇一三年四月～一二月）の金利変動（日次変化率）を比較している。

表より異次元緩和後の、長期国債の金利の変動は二・三倍、超長期国債は二・一倍、中期国債は一・九倍まで上昇しており、異次元緩和後の金利変動は、緩和前に比して二倍近く上昇しており、金利変動リスクは増大している。

②国債市場の売買動向

図表4は、国債市場の売買動向を示している。同図表において、異次元緩和前には、中期国債と長期国債の売買高はほぼパラレルな動きを示しているが、異次元緩和後には、中期国債の相対的な売買高は減少している。また、

図表２　株価指数・J-REIT指数の推移



図表３　金利水準の変動

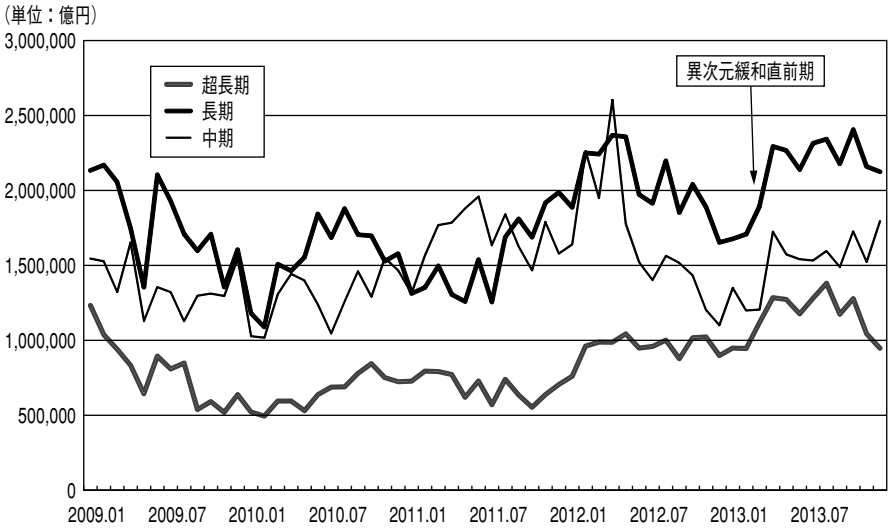
		中期利付国債（５年物）	長期利付国債（10年物）	超長期利付国債（20年物）
異次元緩和前	平均	－0.00215	－0.00152	－0.00074
	標準偏差	0.035288	0.01717	0.009034
異次元緩和後	平均	0.005294	0.002158	0.00083
	標準偏差	0.067394	0.038677	0.019217
標準偏差の変化状況（倍）		1.9	2.3	2.1

超長期国債の売買高が異次元緩和後に、一時は拡大していたが、最近では再び減少傾向にあることがみてとれる。

図表5は、異次元緩和前後の国債の売買高を中期・長期・超長期国債別に比較したものである。緩和前については二年間（二〇一一年四月～三月）、緩和後については九か月間（二〇一三年四月～一二月）の月次データを使用している。

この結果、異次元緩和前後の国債の売買高を比較すると、償還までの期間によって違いがあることがわかる。全体としては概ね拡大しているが、中期国債の異次元緩和後の比率は〇・九八倍と殆んど変化していないのに対し、長期国債は一・二一倍、超長期国債は一・四一倍と売買高が拡大していることがわかる。

図表４　国債市場の売買動向



図表５　国債取引高

単位：億円（額面）

	中期利付国債	長期利付国債	超長期利付国債
緩和前平均	1,636,913	1,848,030	851,676
緩和後平均	1,611,278	2,246,574	1,204,298
増加比率（＝緩和後／緩和前）	0.98	1.21	1.41

③株式市場・REIT市場の売買動向

図表6は、図表5と同様の条件下で、株式市場（東証一部）の売買高及び売買金額の異次元緩和前後を比較している。同表からは、売買高は異次元緩和後に一・五倍、売買金額ベースでは二倍に取引が拡大していることがわかる。

図表7は、上述の図表6と同様に、J-REITの売買高及び売買金額を異次元緩和後に比較している。同表からは、売買高は異次元緩和後に二・五倍、売買金額ベースでは二・四倍に取引が拡大しており、国債・株式に比してその程度は大きくなっている。

3　銀行の状況（ストックデータによる分析）

（1）国債の保有状況

図表8は二〇一一年から二〇一三年の各年末時における国債保有者の内訳（残高及び構成比）の推移を示している。[2]

同図表において注目されるのは、異次元緩和前後の、国債保有者の変化状況である。

二〇一二年末から二〇一三年末において、最も国債保有部門が変化したのは、中央銀行部門である。中央銀行部門は、二〇一二年末に国債発行残高の一二％を保有していたが、二〇一三年にはほぼ一・五倍の一八・六％を保有している。これは異次元緩和による日本銀行の国債購入の結果と考えられる。次いで保有比率が変化したの

図表6　株式（東証一部）

（単位：百万株、億円）

	売買高	売買金額
緩和前平均	45,859	281,999
緩和後平均	69,034	557,439
増加比率（＝緩和後／緩和前）	1.5	2.0

図表7　J-REIT（不動産投資信託）

（単位：千口、百万円）

	売買高	売買金額
緩和前平均	1,227	304,764
緩和後平均	3,039	724,351
増加比率（＝緩和後／緩和前）	2.5	2.4

は、国内銀行部門であり、同部門においては二〇一二年末の一六・二％から二〇一三年末の一三・七％へ減少しており、銀行部門における国債保有比率の減少が中央銀行部門の増加とペアになっていることがうかがえる。

（2）銀行部門の国債保有残高

図表9・10・11は各々都市銀行部門、地方銀行部門、第二地方銀行部門の国債保有残高の推移を示している。

これら図表に共通して言えるのは、都市銀行・地方銀行・第二地方銀行部門の国債保有残高は、それぞれブレを伴いながらも、総体としては異次元緩和後の国債保有残高は減少している点である（但し一時的に保有残高を増加される動きもみられないではない）。これら動きは、図表8における銀行部門の国債保有比率の減少と整合的な動きとなっている。

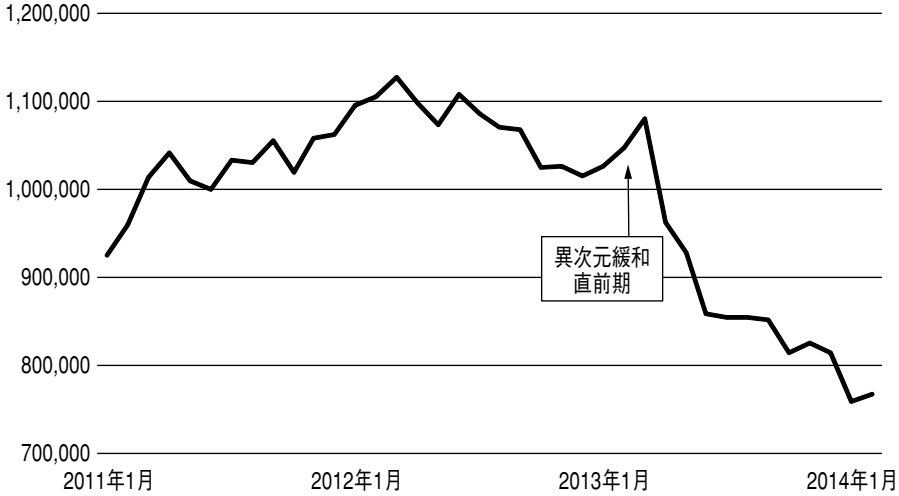
図表8　国債等の保有者内訳

（残高：（兆円））

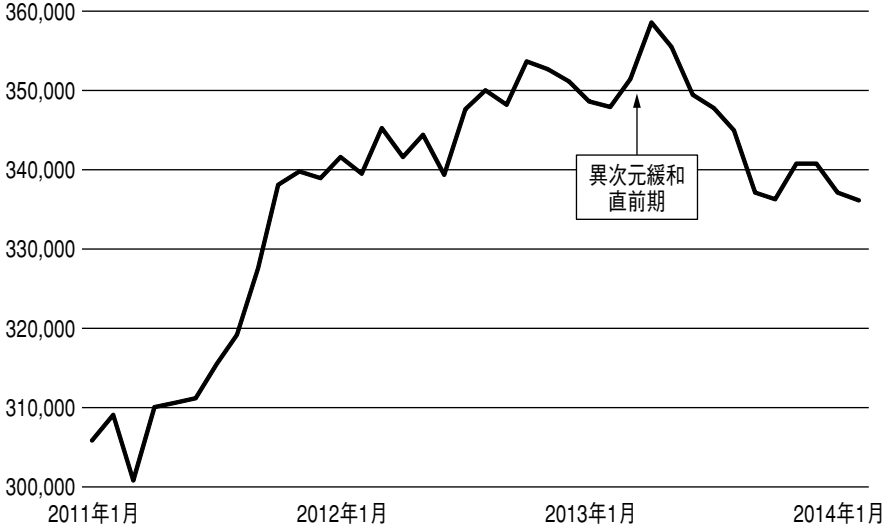
	残高（兆円）			構成比（％）		
	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年
残高	920	960	985	－	－	－
構成比	－	－	－	100.0	100.0	100.0
金融仲介機関	601	620	597	65.3	64.6	60.6
中小企業金融機関等	177	168	162	19.2	17.5	16.5
保険	172	184	193	18.7	19.2	19.6
国内銀行	141	156	135	15.4	16.2	13.7
年金基金	28	29	33	3.1	3.0	3.4
一般政府、公的金融機関	93	102	85	10.1	10.6	8.6
うち公的年金	70	68	69	7.6	7.1	7.0
中央銀行	92	115	183	10.0	12.0	18.6
海外	78	84	82	8.5	8.7	8.3
家計	28	24	21	3.1	2.5	2.2
その他	27	15	17	2.9	1.5	1.7

（出所：日本銀行「資金循環統計」）

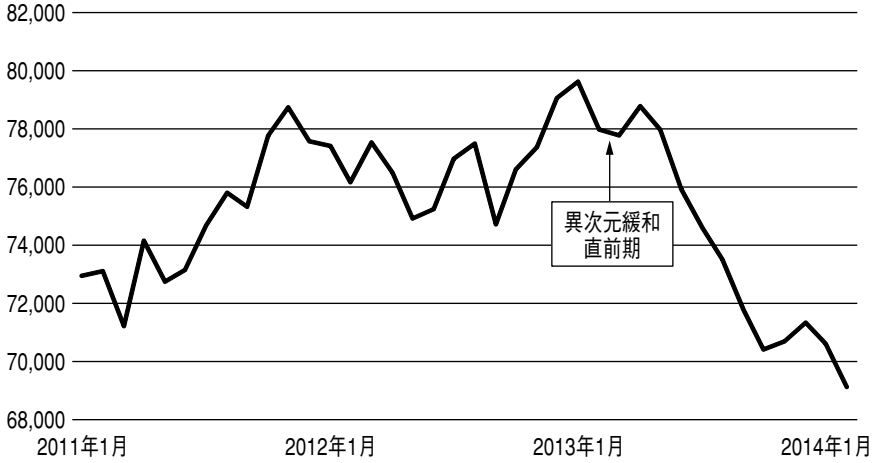
図表９　都市銀行の国債保有残高（単位：億円）



図表10　地方銀行の国債保有残高（単位：億円）



図表11　第二地銀の国債保有残高（単位：億円）



4　証券市場における機関投資家の取引動向（フローデータによる分析、機関投資家別の取引状況）

（1）データの説明

本節では、証券市場における機関投資家の取引動向について説明する。

証券市場における機関投資家動向は、各投資部門別取引状況データ（月次）に基づいて把握されている。

当該投資部門別取引状況データは、投資部門別に「売り・買い総額データ（グロスデータ）」「売り買いの差額（ネットポジション・データ）」が存在しており、これらデータに基づき、投資部門別の取引行動を把握可能となる。

但し、当該データには「証券市場外での取引行動は把握されない」との特徴があり、注意が必要となる。具体的には、①「都市銀行」部門が、財務省より新規発行国債を取得した部分はデータとして把握されていない、また②投資家の保有国債の中、償還された国債金額分は保有ポジションに反映されない（なお、当該特徴は以下の証券市場における売買データ分析すべてに共通している）。

以下では、対象となる機関投資家部門として、銀行（国債市場に

ついては都銀、地銀、第二地銀の区分あり）、生損保、そして外国人（海外投資家）の三部門に注目した分析を行う。

また対象商品はこれまでと同様に、国債（利付中期・長期・超長期の別あり）、株式（東証一部）、J-REIT（不動産上場投信）とする（データの出所は、国債は日本証券業協会、株式及びJ-REITについては東京証券取引所である。

（2）国債市場の売買動向

図表12は国債市場売買シェア状況をまとめたものである。売買シェア値は、売り及び買い取引の合計を全取引高で除している。異次元緩和前後（緩和前：二〇一一年四月～二〇一三年三月、緩和後：二〇一三年四月～一二月）の売買シェア平均を算出し、当該シェアの変化比を変化状況（倍数）として比較した。当該資料は、言い換えれば、国債流通市場における流動性の提供者について、異次元緩和前後の変化を示している。

本分析の結果、幾つかの興味深い変化が見いだされた。

まず、都市銀行部門は、異次元緩和前の期間について高い売買シェアを示していた（債券ディーラー部門に次いで二位）ものが、異次元緩和後についてその値は大幅に減少している。これは中期・長期・超長期国債の全銘柄について共通しており、その取引シェアはほぼ半減している。

地銀・第二地銀部門について、取引シェアの増減は、長期国債について減少しているものの、全般的に下がっているとは言えない。地銀部門では中期国債について、第二地銀部門では中期及び超長期国債について売買シェアは若干上昇しており、銘柄毎に状況は異なっている。

また生損保部門（及び投資信託）については、中期国債のシェアが二倍以上に拡大している。生損保といえば国債の（長期保有を目的とする）長期的投資家の代表であるが、同部門が異次元緩和後に取引シェアを上昇させている。

生損保部門が中期国債取引のシェアを拡大させているのと対照的に、外国人投資家部門は、長期・超長期部門でのシェアを拡大させている。外国人部門は、売買シェアの比率では、都市銀行部門に次いで第三位であるが、それが（中期も含め）全銘柄での売買シェアを上昇させている。とりわけ中期・長期における活発な取引行動が顕著である。

図表13は投資部門別のネットポジション変化状況である。これは、図表12が売り及び買い取引の合計シェアを示していたのに対し、各投資部門のネットポジション（売り及び買い取引の差額の絶対値）の平均の変化状況を、異次元緩和前後（緩和前：二〇一一年四月～二〇一三年三月、緩和後：二〇一三年四月～二〇一三年一二月）について示している。なお注意すべきは、当該数値は絶対化されたものであり、例えば異次元緩和後の数値が増加しているからといって、実際の保有ポジションが増えているとは限らない（売りポジションが増加している場合には、実際の保有ポジション金額は減少を示す）。

図表12　国債市場売買シェア状況

（売＋買取引高、比率は（％）、変化状況は倍数）

取引高比率	都銀			地銀			信託銀行			第二地銀			その他金融機関		
	中期	長期	超長期	中期	長期	超長期	中期	長期	超長期	中期	長期	超長期	中期	長期	超長期
緩和前比率平均	21.6	6.9	4.0	1.2	3.8	1.1	4.6	10.5	6.2	0.2	0.8	0.3	0.8	0.9	0.6
緩和後比率平均	11.5	4.7	2.2	1.4	3.0	0.9	6.0	10.2	5.2	0.3	0.6	0.3	1.0	0.7	0.7
変化状況	0.53	0.68	0.54	1.18	0.80	0.78	1.30	0.98	0.84	1.31	0.68	1.10	1.15	0.74	1.11

取引高比率	生損保			投資信託			事業法人			外国人			債券ディーラー		
	中期	長期	超長期	中期	長期	超長期	中期	長期	超長期	中期	長期	超長期	中期	長期	超長期
緩和前比率平均	0.4	1.1	6.4	0.3	0.3	0.4	0.1	0.0	0.0	5.7	7.2	6.1	56.7	62.9	61.1
緩和後比率平均	0.9	1.2	6.0	0.8	0.5	0.6	0.4	0.2	0.0	6.7	8.7	8.2	57.5	61.7	60.4
変化状況	2.27	1.09	0.94	2.47	1.52	1.52	5.55	5.37	1.55	1.17	1.22	1.36	1.01	0.98	0.99

図表13　ネットポジションの変化状況

（月次）

	都銀			地銀			信託銀			第二地銀			その他　金融		
	中期	長期	超長期	中期	長期	超長期	中期	長期	超長期	中期	長期	超長期	中期	長期	超長期
緩和前平均	11,621	7,232	2,970	2,666	3,672	614	3,510	4,495	3,406	691	1,032	297	1,677	1,583	566
緩和後平均	13,813	7,774	1,325	2,916	3,261	851	7,083	2,635	2,812	865	743	566	3,633	1,449	525
比率（＝以後／以前）	1.19	1.08	0.45	1.09	0.89	1.39	2.02	0.59	0.83	1.25	0.72	1.91	2.17	0.92	0.93

	生損保			投資信託			事業法人			外国人			債券ディーラー		
	中期	長期	超長期	中期	長期	超長期	中期	長期	超長期	中期	長期	超長期	中期	長期	超長期
緩和前平均	672	1,372	8,135	1,052	375	208	470	116	40	6,171	4,296	1,042	915	441	275
緩和後平均	1,520	1,025	5,095	2,396	471	407	2,321	498	49	5,943	7,002	2,540	952	253	173
比率（＝以後／以前）	2.26	0.75	0.63	2.28	1.25	1.95	4.94	4.3	1.21	0.96	1.63	2.44	1.04	0.57	0.63

当該状況を部門別にみると、まず、都市銀行部門と地銀・第二地銀部門間で対称的な動きがみられる。都銀が超長期国債銘柄でポジション減少の度合いが大きいのに対し、地銀・第二地銀は同銘柄においてポジション変化が拡大している。

また、生損保部門の中期部門でのポジション変化が拡大している一方、外国人部門の長期・超長期国債銘柄でのポジション変化が拡大し、両者は対照的な動きを示している。

（3）投資部門別の国債取引状況

本節では、証券市場における各投資家部門の、取引の累計値を示している。具体的には、各月における売買のネットポジション（売り及び買い取引の差額、但し絶対値ではない）を累計することで、各投資部門の投資姿勢

の把握を目的としている。

図表14から18までは、国債市場における機関投資家別の取引累計値である。図表14は都市銀行、図表15は地方銀行、図表16は第二地方銀行、図表17は生損保、図表18は外国人投資家部門の取引状況を示している。

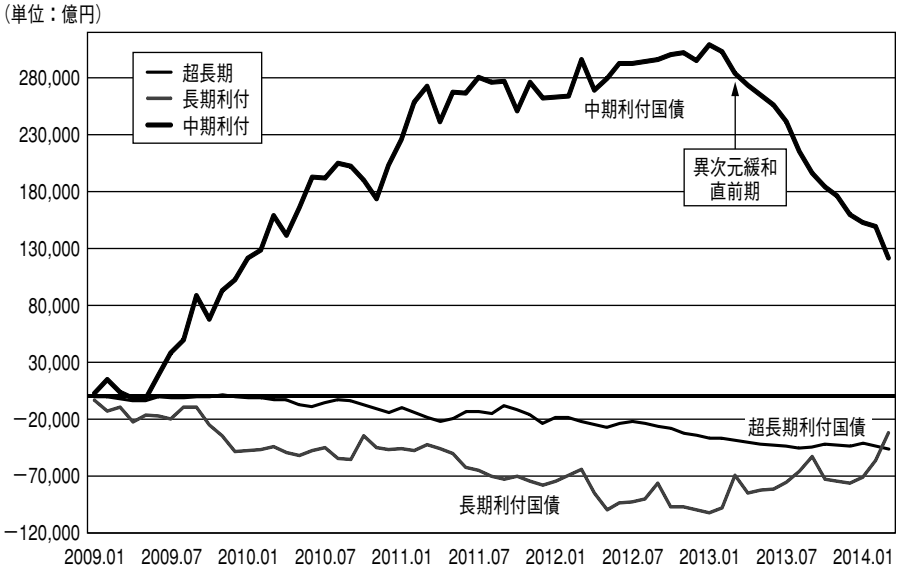
これら内容中、顕著な特徴をまとめると以下のようになる。

まず、全銀行部門（都市銀行、地方銀行、第二地方銀行）において、超長期国債の投資ポジションが減少している。さらに、都市銀行部門においては中期国債の保有ポジションが減少する一方で、地方銀行では逆に保有ポジションが増大するなど、対照的な取引姿勢がみられる。

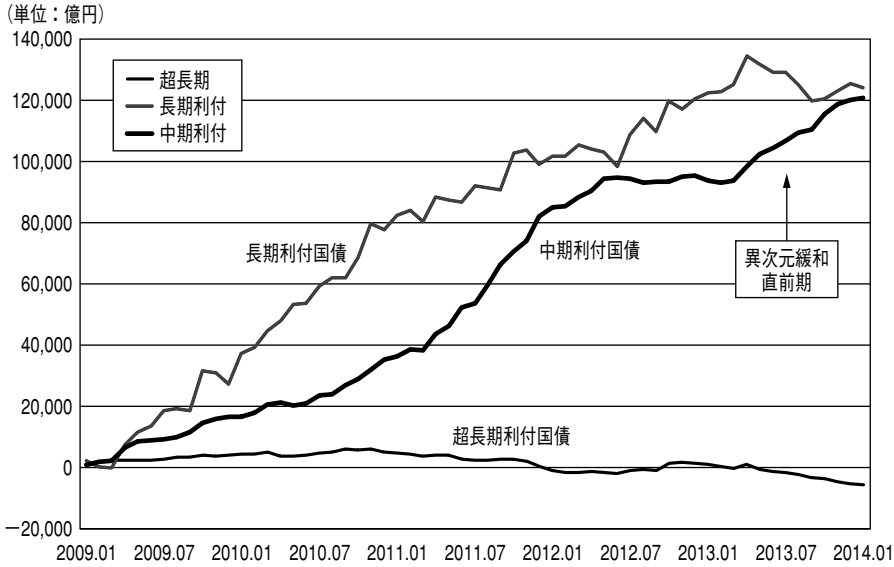
生損保部門においては、超長期国債への投資が活発であり、同部門は異次元緩和前から積極的な投資姿勢を継続している。

外国人部門については、中期国債の購入が急拡大する一方で、長期国債の保有が急減するなど、選別的な取引行動が観察される。

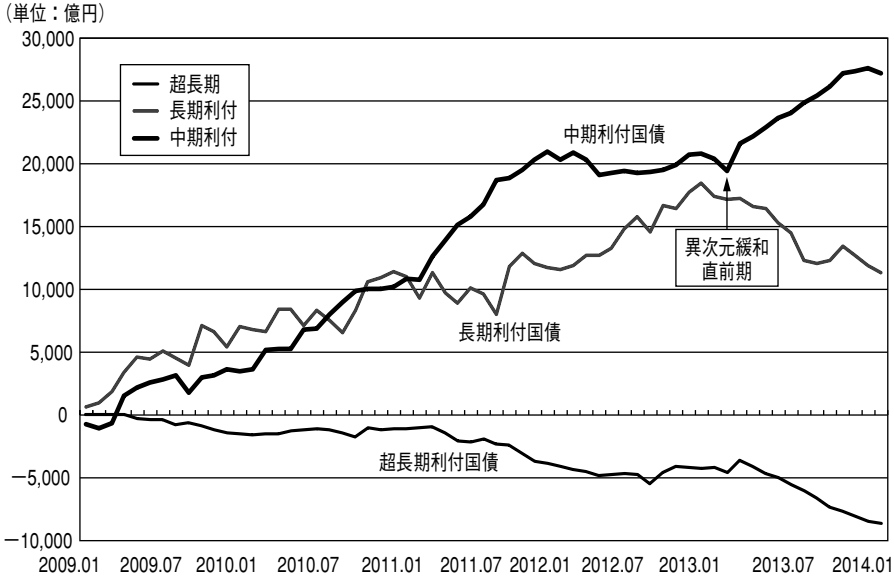
図表14　都銀の国債取引状況（月次ネットポジションの累計値）



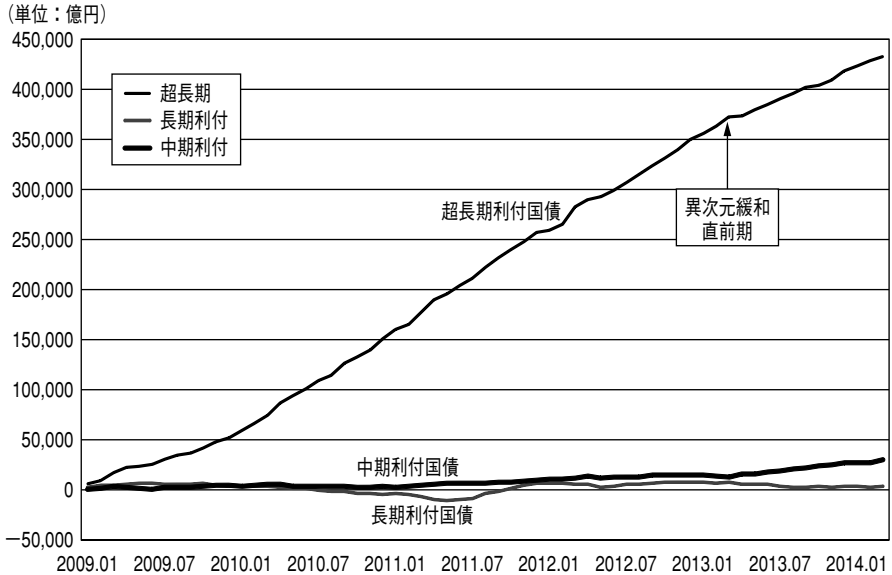
図表15　地銀の国債取引状況



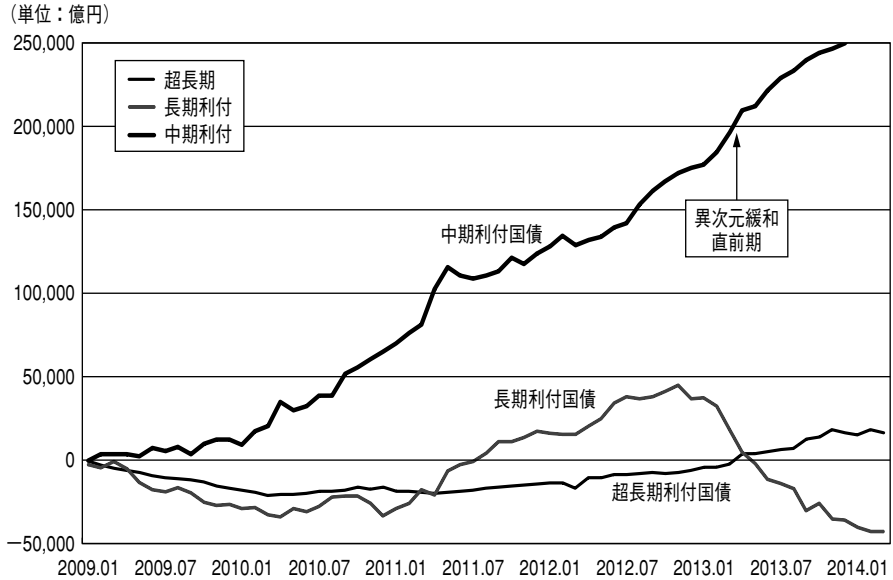
図表16　第二地銀の国債取引状況



図表17　生損保の国債取引状況



図表18　外国人の国債取引状況



（4）投資部門別の株式・REIT取引状況

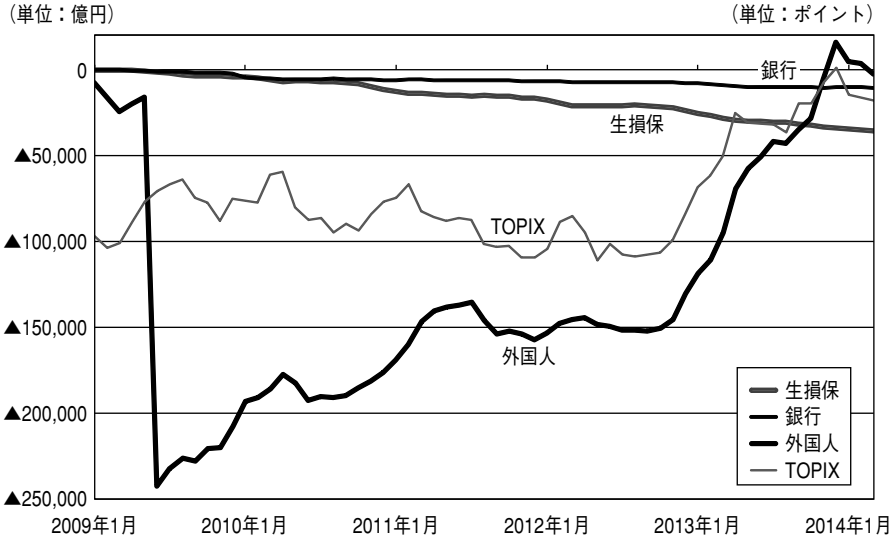
本節では、株式及びJ-REIT市場における機関投資家行動について、前項と同様に、市場における投資状況から投資動向を把握する。

具体的には、図表19から21は各投資部門別の取引状況の詳細を示している（図表19は主要な機関投資家の株式取引状況、図表20は株式市場における銀行・生損保部門の取引状況（図表19より外国人投資部門を控除）、図表21はJ-REIT市場における主要な機関投資家の取引状況である。なお図表20を再掲載しているのは、図表19において外国人投資家部門の取引規模が突出していることによる。

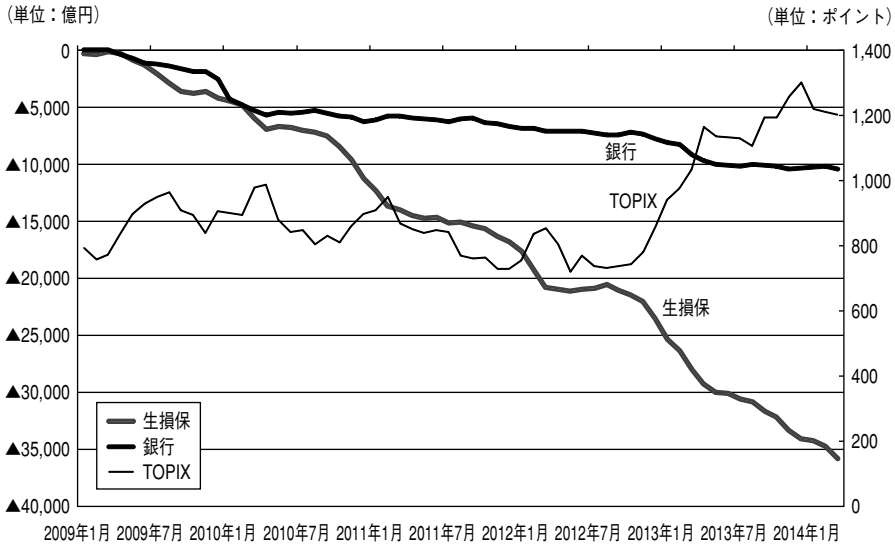
これら結果中、顕著な特徴をまとめると以下のようになる。

銀行部門においては、株式市場における取引ポジションは、（時期や程度にばらつきはみられるものの）異次元緩和にかかわらず、一貫して減少傾向がみられる。その一方で、REITの保有残高は一貫して上昇しており、株式と対照的な投資姿勢が顕著である。[3]

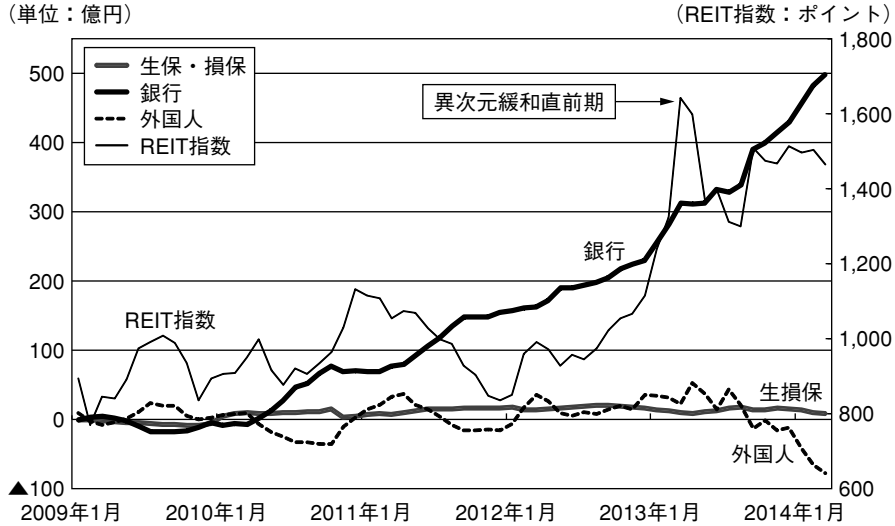
図表19　機関投資家の株式取引状況



図表20　銀行・生損保部門の株式取引動向



図表21　機関投資家のJ-REIT取引状況



生損保部門について、株式取引残高は一貫して減少しており、国債取引と対照的な姿勢がみられる。[4]

最後に、外国人投資家部門について、リーマンショック直後に大規模な売却行動が発生している後は、継続的な株式の購入行動がみられ、その際に、株価変動と外国人投資家部門の取引状況にパラレルな動きがみられることが注目される。

このように、株式及びJ-REIT市場における機関投資家行動をみる場合、異次元緩和の影響は確認されない。機関投資家の行動は、長期的な傾向が観察されており、国債市場における銀行部門にみられた様な変化は認められない。

5　おわりに

本稿では、導入から一年余りが経過したアベノミクス（より正確には、黒田日本銀行総裁による新金融政策（クロダノミクス、異次元緩和））を受けての、証券市場における機関投資家の行動状況を描写した。

具体的には、銀行や生損保、海外投資家といった各機関投資家部門の行動を、各種データから読み取ることで、その行動変化の有無を調べた。その結果、銀行部門の国債市場における取引行動や国債保有状況に大きく変化がみられた一方で、株式やJ-REIT市場における機関投資家行動にあまり変化はみられなかったことが明らかになった。

こうした変化は、現在も進行し続けている事柄の一端であり、今後も新しい金融政策が証券市場にどのような影響をもたらすかを継続観察し続ける必要がある。その意味で、本稿は暫定的なスケッチに止まる性格のものであるが、政策導入から一年余りが経過した現時点でのファインディングズを記録することには一定の意味がある

と思われる。

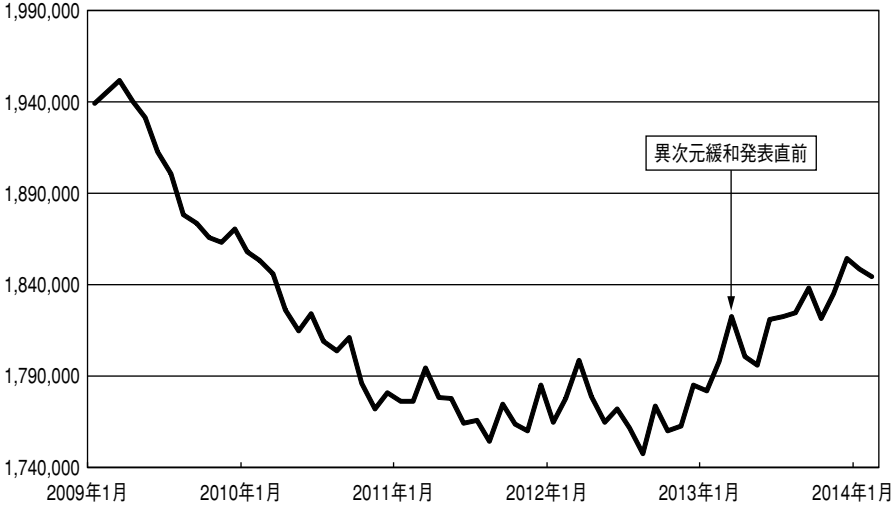
〈補論〉

以下の内容は、アベノミクス（あるいはクロダノミクス）の評価に関わる事柄であり、本稿の主旨からは外れている。ついては、補論として、銀行部門における貸出動向の状況に言及する。

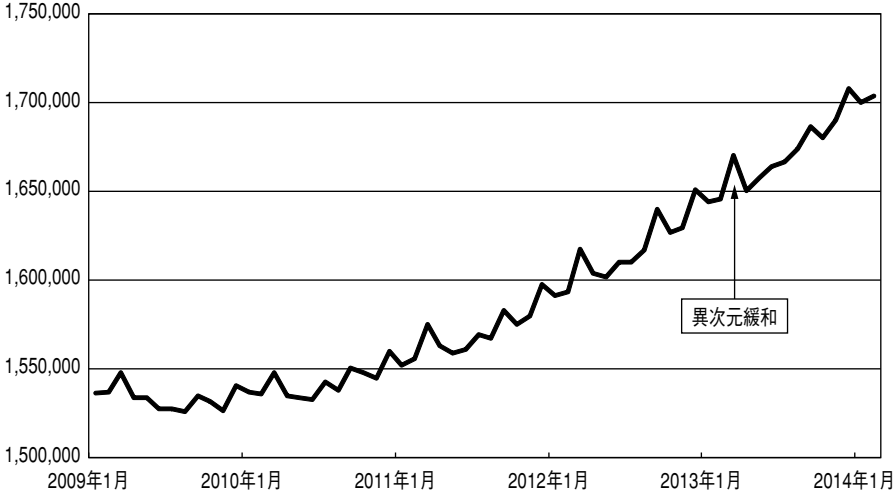
上述のように、クロダノミクスの政策波及経路としては、銀行部門のポートフォリオ・リバランスに伴う、貸出金の増減が注目点となる。ついては、銀行部門における貸出金残高の推移、そして貸出金中経済成長率に大きく影響する設備投資状況について図表ＡからＤで示している。図表Ａは都市銀行、Ｂは地方銀行、Ｃは第二地方銀行部門の貸出金の推移である。また図表Ｄは全銀行部門における設備投資を目的とする新規貸出金の前年同期比を示している。

この結果、銀行部門全体において、（季節変動を含む）ぶれやタイミングの違いはあるものの、異次元緩和に先立つ時期から継続的に貸出金は増加傾向がみられ、その傾向は異次元緩和

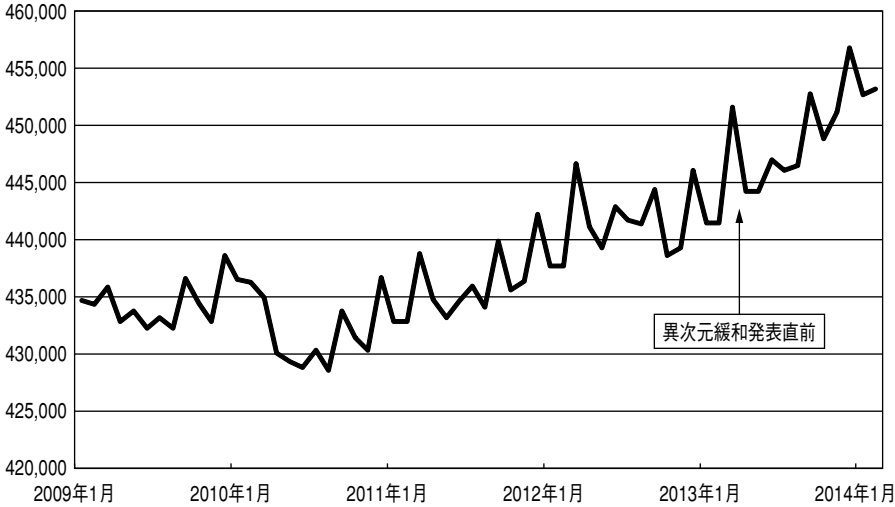
図表Ａ　都市銀行の貸出金推移（単位：億円）



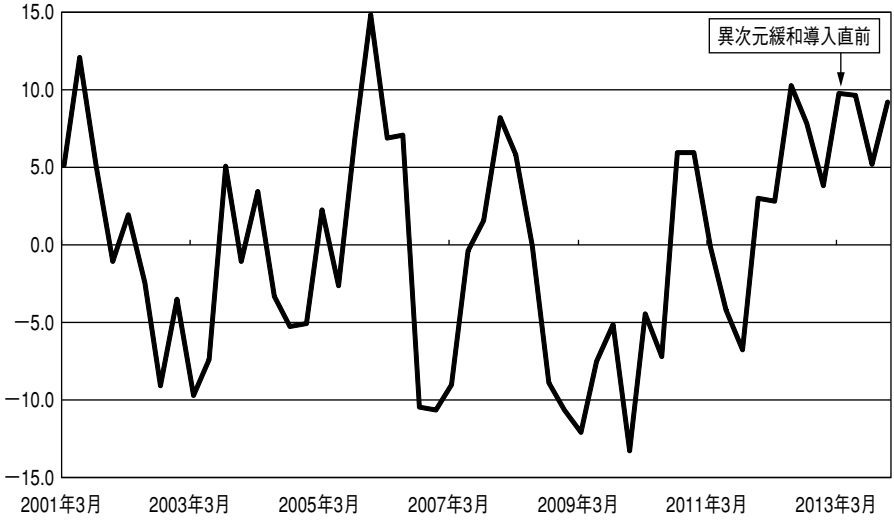
図表Ｂ　地方銀行の貸出金推移（単位：億円）



図表Ｃ　第二地銀の貸出金推移（単位：億円）



図表Ｄ　銀行部門　新規貸出（設備投資用）　前年同期比



後も変わっていない。

また、貸出金中、景気動向に大きく影響する企業の設備投資を目的とする新規貸出の前年同期比（図表Ｄ）についても、概ね増加傾向を示していることがみて取れる。

注

（1）こうした見解に対し、池尾（日経新聞『経済教室』二〇一四年三月三〇日付）のように、日本銀行の新金融政策については、金融政策の作用経路として、明確な経路は説明できていない（クロダノミクスが影響し得ているのは投資家・大衆の「期待」のみ）との主張もある。

（2）図表８において注意が必要なのは、「国債等」は「国庫短期証券」「国債・財投債」の合計であり、中央政府発行分の他に、公的金融機関（財政融資資金）発行分が含まれている点である。また中小企業金融機関部門にはゆうちょ銀行、商工中金が含まれている。

（3）但し、大多数の銀行がREITを積極的に購入しているかは疑問な部分もある。志馬（二〇一三）で指摘したよう

に、REITの大口保有状況をみると、一部の銀行によるREITの大量保有が実態と考えられる。

（4）　但し、生命保険会社については、（本データ中では把握されないが）市場外で株式を購入している可能性も存在する。

参考文献

・志馬祥紀（二〇一三）「アベノミクスと機関投資家行動」『証研レポート』二〇一三年八月号（No．一六七九）pp.48-69

（しま　よしのり・客員研究員）

証研レポート既刊目録

No.1670（2012. 2） 執筆者

ソーシャル・ビジネスと証券市場 松尾
欧州中央銀行の危機対策 伊豆
ドイツ取引所とＮＹＳＥユーロネクストの合併撤回 吉川
レバレッジＥＴＦを巡る議論 志馬
　ーデリバティブを組みこんだＥＴＦの紹介とＳＥＣの動きー

No.1671（2012. 4）

国債取引の決済期間の短縮化とレポ市場の整備 中島
　ー二つのワーキング・グループの最終報告書と工程表ー
外務員資格試験制度の改革と課題について 坂下
米国のダブル・ボトムライン投資ファンド 松尾
高頻度取引をめぐる規制動向 清水
株式マーケット・ニュートラル戦略のリスク・リターン比較 坂本

No.1672（2012. 6）

投資勧誘規制の在り方をめぐる論点 二上
ユーロ危機とＥＣＢ 伊豆
ダーク・プールの陥落 吉川
　ーＳＥＣによるパイプライン処分ー
香港取引所のグローバルＩＰＯ市場 志馬
新たな注目を集めるカバード・ボンドの特徴と市場急拡大の背景 簗田

No.1673（2012. 8）

ＦＭＩ（金融市場インフラ）の強化によるアジア債券市場の活性化 宿輪
　ー資金決済（ＰＶＰ）と証券決済（ＤＶＰ）のリンクが大事ー
日本の国債相場を支えているものは何か 中島
アメリカのダークプール規制のその後 清水
インドの金融システムの構造は変化したのか？ 西尾
日本の地方債制度とその格付け 江夏
　ー地方債市場の持続可能性に焦点を当ててー

No.1674（2012.10）

日銀の「危機対策」と「最後の貸し手」機能 伊豆
ナイト・キャピタルのアルゴ暴走 吉川
　ー超高速コンピューター取引のリスクー
米国ボラティリティ商品市場の拡大とトラブル 志馬
　ークレディ・スイス発行のＥＴＮを巡る問題ー
米国投資顧問業（ＲＩＡ）の自主規制機関（ＳＲＯ）をめぐる論議 坂下

No.1675（2012.12）

繰り返される国債日銀引受発行の議論 中島
地域再生ファンドの取組と課題 松尾
統合取引追跡システムに関するＳＥＣ最終提案 清水
アジア債券市場育成の取り組みと成長過程 西尾
イギリス金融規制改革のゆくえ 簗田

No.1676（2013. 2）

取引所再編成の背景と意義 二上
日本銀行法と「最後の貸し手」機能 伊豆
ＩＣＥによるＮＹＳＥユーロネクスト買収合意 吉川
独自性を発揮するNYSE Arca取引所 志馬
　ー米国で拡大するＥＴＰ市場の開拓者ー
ＳＥＣのフォームＦ４に関連する問題 福本

No.1677（2013. 4） 執筆者

アベノミクスは国債相場に如何なる影響を与えるか 中島
社会的責任投資とその評価手法 松尾
欧州証券市場はどの程度分裂しているか 清水
中国の合会と日本の無尽の銀行化 西尾
　ー中国の中小企業金融への示唆としてー
韓国のカバードボンド法制案と住宅金融市場 簗田
米国における受託者責任（Fiduciary Duty）のＲＲへの適用と証券業界の見解 坂下

No.1678（2013. 6）

リテール・ビジネスのバリュー・チェインとアンバンドリング 二上
金融危機と日本銀行 伊豆
　ー特融・預金保険機構向け貸付・出資ー
ツイッター・クラッシュ 吉川
　ーハッカーの誤情報による米国株価急変動ー
米国株式オプション市場の拡大とその背景 志馬

No.1679（2013. 8）

長期金利の変動はなぜ生じたか 中島
ソーシャルインパクト債と社会貢献型投資 松尾
アメリカのティックサイズ拡大議論 清水
アベノミクスと機関投資家行動 志馬
投資家保有構造から考える日本国債の安定性 西尾
イギリスの個人貯蓄口座（ＩＳＡ）の現状と展開 簗田

No.1680（2013.10）

世界の「上場」取引所の収益動向 二上
東日本大震災復興におけるファンドの取組 松尾
ベイルアウトとベイルイン 伊豆
ＢＡＴＳとダイレクトエッジの合併合意 吉川
　ー米国株式市場の再編ー
五月二三日の株式市場クラッシュと先物市場 志馬
クラウドファンディングによる岡山県・西粟倉村の地域活性化の取組み 坂下

No.1681（2013.12）

国債危機の回避は財政再建か経済成長か 中島
デリバティブ市場統合における論点 二上
ＡＴＳでのＮＭＳ証券の取引状況 清水
新規公開株の価格形成 岡村

No.1682（2014. 2）

投資型クラウドファンディングとリスクマネー供給 松尾
ベイルイン債とは何か 伊豆
米国ＨＦＴの実情 吉川
　ーＳＥＣのＭＩＤＡＳデーターー
取引所再編の動きとデリバティブ取引の収益性 志馬

No.1683（2014. 4）

リーマン・ショック以降の証券決算 二上
海外におけるクラウドファンディングの現状 松尾
ティックサイズと市場構造 清水
ソーシャルレンディングによる金融仲介の事例研究 坂下

ISSN 0388-5356

証研レポート第一六八四号
二〇一四年六月九日発行
（偶数月第二月曜日発行）

2014年 6 月号

発行所
公益財団法人 日本証券経済研究所
大 阪 研 究 所
〒541-0041 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル
電話（06）6201 0061（代表）Fax（06）6204 1048
http://www.jsri.or.jp

定価（本体380円＋税）