

アベノミクスと機関投資家

志馬祥紀

はじめにー本報告について

ただいま御紹介にあずかりました志馬でございます。いろいろ至らぬ点もあろうかと思いますが、本日はどうかよろしくお願いいたします。

早速本題に入らせていただきます。本日は「アベノミクスと機関投資家」と題してお話しさせていただきます。まず、本日の報告の目的、あるいはそれに関する方法からお話しさせていただきます（文末添付資料２ページ参照）。

アベノミクス、あるいはクロダノミクスと呼ばれる政策が導入されてから、約一年が経過いたしました。その間、証券市場における機関投資家がどのようにその投資行動を変えたのか、あるいは変えていないのかというところを把握するのが本報告の目的でございます。

具体的な方法としては、日本銀行や証券業協会、証券取引所といった各組織から発表されるデータから、どのような機関投資家の行動が読み取れるかを把握するのが本報告の中心となっております。

その上で、証券市場における金利や価格変化に対する行動パターンの変化の有無つきましても、若干ではございますが、お話しさせていただきま

一、アベノミクス

(アベノミクスとは)

おさらいのような形になりますが、アベノミクスと呼ばれる政策について簡単に触れさせて頂きます(資料3ページ)。通常は「三本の矢」と呼ばれており、大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略のことをそう呼んでおります。

本報告の中心になるのは第一の矢、金融政策の変更です。この金融政策の変更は、企業や家計に定着したデフレマインドの払拭を目的としていま

す。具体的には二年間で二%程度の物価上昇を目的としているとされます。

(日本銀行の新金融政策)

具体的政策としては、アベノミクスと言うよりは、日本銀行の黒田総裁が就任後実施されている新金融政策、クログノミクスあるいは異次元緩和と呼ばれるものが中心的部分になるわけであり、かなり広い分野にわたり複数の施策がとられています(資料4ページ)。

マネタリーベース・コントロールの採用や、国債の買入れがある。「国債買入れ」は長期国債を中心とする買入れ規模の拡大であったり、年限の長期化がある。

あるいは株式を中心とするETFや不動産投資信託であるJ-REITの買入れ拡大、いわゆるリスク資産と呼ばれるものの中央銀行による購入

が大きな柱であります。その上で量的あるいは質的な金融緩和を継続し、いろいろ対応をしていくというのが、昨年四月にクロダノミクスという形で発表された新しい金融政策の内容でございます。

(金融政策の作用経路)

こうした中央銀行の政策変更が、どのような経路を通じて、金融市場や実体経済に影響してくるかと言いますと、三つの経路を挙げております(資料5ページ)。

まず①、一番中心的な部分で、日本銀行による資産、具体的には国債ですけれども、債券購入によって、リスクプレミアムが縮小していく。その結果、長期金利が低下していく、あるいは株価が上昇していくという流れがダイレクトな形で発生すると考えられます。

続きまして②、日本銀行の国債買入れに際しまして、いわゆる商業銀行から国債を購入していくということが二つ目の経路として考えられる。銀行側からしますと、日銀に国債を売却した結果、現金が銀行本体に残るわけでございまして、銀行がその現金を貸出金や他の資産として変形していくことが期待されている。ポートフォリオ・リバランス(ポートフォリオの組み換え)ということでも金融政策が効いていく流れが期待されております。

三つ目、③は、これらの政策転換によりまして、最終的にはインフレ期待が醸造されていくことが、考えられる、あるいは期待されています。実質金利が下がり、インフレ率も将来は上がりそうになると、企業などの投資意欲が刺激されるということが期待される。設備投資部門が大きく動き出しますと、一企業部門の設備投資は、GDPの中

で一番変化の度合いの大きな部門でございますので、こちらが実体経済の拡大に最終的に結びついていくことが期待されるわけです。

このようにクロダノミクスの影響は、最終的には①から③へと移っていくことが期待されるわけですが、直接的には国債市場に真っ先にその影響が出てくるのが考えられるわけです。

二、金融市場への影響

(1) 金利・価格面 (金利水準の変化)

こちらからはクロダノミクスを受けまして、金融市場におきまして、数字上どのような影響が表れているのかいないのかというところを順番に説明してまいります。

資料六ページでは三本の折れ線グラフで表して

ございますが、一番下の線は中期国債（利付国債の五年物）の金利の推移を示しています。期間は二〇〇四年の四月から二〇一三年の一二月までです。真中の線が一〇年物国債の金利の推移です。超長期国債（二〇年物の利付国債）の金利の推移を一番上の線で示してございます。そして右上に「異次元緩和直前」と矢印で書いているわけですが、この部分が二〇一三年三月末の金利の数値です。

ご覧いただきますと、国債の金利はおおむね低下傾向にあります。二〇一三年四月以降はややボラタイルになっているように見えます。あるいは最近また上昇が始まっているのかいないのかというあたりで変化があるようにも見えますし、あるいは変化はないのかもしれませんが、そこはこのグラフだけを見てもなかなか良く分からないわけですが、とりあえずこのように金利水準が変

化しているということがわかります。

(株価指数・JIREIT指数の推移)

続きまして、資料七ページでは株価指数、これはTOPIX(東証一部株価指数)及びJIREIT(上場不動産投資信託指数)、ともに東京証券取引所が発表しているデータですが、こちら指数の推移を示しています。下側の線がTOPIX、上の線がREIT指数です。

こちらはおおむね上昇傾向にありました。一番ピークが二〇一三年四月ですが一度そこから下がり、最近再び上昇傾向にあることが、見てとれます。

(異次元緩和の金融市場への影響―金利・価格面)

ご覧いただきましたグラフをあえて言語化したしますと(資料8ページ)、まず金利につきまし

ては、最近の数カ月間に關しては上昇傾向にあるのだからかぐらいが、昨今の状況であります。

一方、株価指数あるいはREIT指数につきましては、明らかに上昇傾向が見られる状況でございまして、市場によってクロダノミクスの影響がかなり明確に見える部分と見えない部分がございます。

(金利水準の変動拡大)

これら金利や指数がどのように変動しているのかを、もう少し細かく見たものが資料九ページの表です。こちらでは五年、一〇年、二〇年物の金利水準について、異次元緩和の直前と直後の期間に、どの程度変動が発生しているかを示しています。

左から中期利付国債(五年物)の異次元緩和前の平均値、及び日次ベースでの標準偏差を示して

います。異次元緩和前の期間といたしましては、二〇一一年四月から二〇一三年三月の二年間の日次データを使用しています。また異次元緩和後につきましては、二〇一三年四月から一二月までの九カ月間の金利水準の日次変化率(平均値)及び標準偏差をとっています。一番下の欄に標準偏差の変化状況、――異次元緩和前に比して緩和後はどのくらい大きくなっているか――を示しています。

まず金利水準の平均値について、異次元緩和前の期間では、ほぼ平均して下がり続けており、値がマイナスになっています。異次元緩和後はその値がプラスになっておりまして、方向性が大きく変化しています。また、日次ベースの変化状況については、変動率が一番大きいのが、一〇年物の長期利付国債の価格であり、ボラティリティの度合いがほぼ二・三倍になっています。次に二〇年物の金利で、こちらが二・一倍、そして五年物に

つきまして一・九倍という形になっております。金利の変動リスクは明らかに上昇しているということが読み取れようかと思えます。

(2) 金額・ボリューム面

(国債市場の売買動向)

国債の価格は金利でございまして、これまでそうした価格の変化に注目していたのですけれども、次に売買高、ボリュームについてどうかを示してございます(資料10ページ)。お手元の図表では若干見づらいのですが、一番下の線が超長期国債、真中の線が中期国債(五年物)で、一番上の線が長期国債(一〇年物)の売買高です。右上の「異次元緩和直前期」と書いてあるのが二〇一三年三月時です。これらデータは月次ベースの売買金額の推移を示してございます。

中期国債と長期国債がそれぞれ抜きつ抜かれつ

という形で推移していたのですが、最近では長期国債の売買高が中期国債を上回っています。超長期国債の売買高が以前よりも上昇していることが見てとれます。

(異次元緩和前後の市場―国債)

どの程度平均して売買高が拡大しているかを示したものが資料一―ページでございます。こちら先ほどの金利と同じように、異次元緩和の前と後を比較しております。緩和前後の月次の平均値です。緩和後については九カ月間の月次売買高の平均値です。

こちらでは、意外なことに、中期国債について若干ですが〇・九八倍ということで、二％程度売買高が減少しております。長期国債、超長期国債につきましては、一・二倍あるいは一・四倍という形で売買高が上昇しており、償還までの年限に

よって取引状況に差が生まれています。

(異次元緩和前後の市場―株式・JーREIT)

同じく株式及びJーREITにつきまして、資料一二ページは取引高、株数ベースと売買金額ベースのそれぞれについて、異次元緩和前後の平均値を示しています。

株式について見ますと、売買高ベースでは、緩和後の月次平均値が一・五倍、売買金額ベースでは二・〇倍まで売買高が上昇し、JーREITにつきましても、売買高ベースで二・五倍、売買金額ベースで二・四倍まで取引規模が拡大しています。早い話がよく取引されているという状況です。

(異次元緩和の金融市場への影響—金額・ボリューム面)

これまで申し上げました内容をもう一再度言葉で示しますと(資料13ページ)、国債の売買高はおおむね拡大傾向にある。ただ、中期国債については横ばい、長期、超長期につきましては一・二倍(あるいは一・四倍)まで拡大しています。

株式売買高については一・五倍(金額ベースで二倍)、J-REITにつきましては、取引高ベースで一・五倍(金額ベースで二・四倍)まで拡大しており、金融市場の取引高については、おおむね拡大していることが言えようかと思えます。

三、ストック及びフローデータによる分析、金利・価格変動に対する機関投資家の行動分析

続きまして、もう少し細かな分析内容に移ってまいります(資料14ページ)。具体的な見方といたしましては、ストックデータ、フローデータ、あと価格変化に対する行動という形で、三点ばかり視点を変えてお話しさせていただきます。

最初のストックデータによる分析とは、日本銀行が発表している資金循環統計データでございます。まず国債の保有者がどのような状況になっているか。その上で、銀行レベルでの保有国債あるいは貸出金の残高の状況を見てまいりたいと思えます。

続きまして、フローデータということで、こち

らは証券業協会が発表している各投資部門別の売買状況というデータに注目してお話しさせていただきます。

最後に、フローデータベースで、価格変化、金利、株価あるいは指数の変化に対して、機関投資家がどのように行動パターンを変化させているのか(あるいはいないのか)という点について、暫定的な状況ではございますが、簡単に触れさせていただきます。

(1) ストックデータによる分析

(国債等の保有者内訳)

まずストックデータによる分析ということで、資料一五ページをご覧くださいと、二〇一一年―二〇一三年、約三年間の部門別国債保有金額を左側の「残高」欄に示してございます。

その右となり各部門別の構成比率を示してご

ざいます。この表でお示しております計数については若干注意していただく必要があります。中期国債、超長期国債などに加えまして、国庫短期証券と呼ばれる短期の国債やいわゆる財政投融资機関と呼ばれる特殊法人などの発行している債券もこちらのデータに含まれております。

一番注目されるのは、資料中シャドーを付している部分でございます。二〇一二年末の構成比率におきまして国内銀行部門の国債保有比率は、発行済みの国債のうち一六・二%を保有していた。

しかし、二〇一三年九月データでは一三・九%まで下がっている。大体三%弱、銀行部門が数字を下げている。ではこの下がった部分どこに行ったのかといいますと、中央銀行部門の保有比率が一%から一七・四%まで上昇しております、銀行部門から中央銀行部門に国債の保有分が大きく移動していることが見てとれます。

他の部門につきましても、例えば家計部門が〇・三%、あるいは海外部門が〇・七%というふうに少しずつ変化はありますが、突出して大きいのが国内銀行部門と中央銀行部門の差というところ です。

(都市銀行の国債保有残高)

続きまして、都市銀行、地方銀行、第二地方銀行のそれぞれ三部門の月次ベースでの国債保有残高推移をお示ししているのが資料一六〜一八ページのグラフです。

こちらのデータにつきましても、短期国債から超長期国債に至るまで、全て「国債」として把握されており、矢印でお示ししているように、一つの頂点になっている部分が二〇一三年三月末の値データでして、都市銀行部門のピークは二〇一二年にきています。その後、大きく三つ目の

ピークが昨年三月にきた後、残高が一気に減少しております。

(地方銀行の国債保有残高)

都市銀行部門は、昨年三月以降、国債の残高が急落しているというのがわかります。地方銀行についてどうかというと、都銀ほど劇的ではありませんが、昨年三月に保有残高ピークが来た後、ある程度変動を伴いながらも、大きく見て減少傾向にあることがご覧いただけようかと思えます。

(第二地銀の国債保有残高)

第二地方銀行は昨年三月以降、保有残高が一度増加した後、都銀や地銀に比べまして、若干タイムラグを置いて、取引残高が減少しております。

(都市銀行の貸出金推移)

続きまして、都市銀行あるいは地方銀行、第二地方銀行の貸出金の残高はどうなっているか。こちらもクロダノミクスにおいて注目される点かと思われませんが、資料一九ページでは都市銀行の貸出金の推移を示してございます。まず昨年四月時における異次元発表の直前期(三月末)から、貸出金残高は実は一回減少しておりますがその後増加に転じています。でも、より長い期間で見ますと、実は二〇一二年の夏ごろが貸出金残高の底(ボトム)でありまして、都市銀行については全体として上昇傾向を辿っていることが見てとれます。

(地方銀行の貸出金推移)

地方銀行につきましては(資料20ページ)、二〇一一年一月から変動を伴いつつも、残高は実は

増加傾向が続いております。異次元緩和の発表前後も、ボラティルにはなっておりますが、貸出金は残高が伸びています。

(第二地銀の貸出金推移)

同様に、第二地銀もかなり凹凸が見られます(資料21ページ)、全体として貸出金の残高が伸びているということが見てとれようかと思えます。

(異次元緩和の銀行の国債保有・貸出金残高への影響)

これらの内容を言葉でまとめますと(資料22ページ)、銀行部門(都銀、地銀、第二地銀)の保有国債残高は明らかに減少傾向にある。その上で、銀行部門の貸出金残高は増加傾向にあるというところで、とりあえずクロダノミクスが作用して

いく経路を考えた場合、少なくとも方向性としては、当初考えていた方向性と合致している。その意味では成功ではないかと考えられようかと思えます。ただ、その量が、当時、期待されていたものに対して十分かどうかというのは、いろいろ議論の余地があるように思われます。

(2) フローデータによる分析

(機関投資家別の取引状況)

続きまして、証券市場において、各投資部門の機関投資家の取引行動について説明させていただきます(資料23ページ)。

こちらでは投資部門別売買データと呼ばれる証券業協会が発表している月次データに基づいてお話しさせていただきます。

こちらのデータは、売り・買いの総額、すなわち売付額、買付額の総額を示したグロスデータ

と、その売買の差額、買いポジションあるいは売りポジションがどれだけ変化したかというネットポジションのデータという、二つデータが存在しております。その双方に注目しながら、投資部門別の行動を把握しようというのがこちらの内容でございます。

ただ、こちらのデータにも若干注意する必要があります。これはあくまで証券市場内での取引データでございます。証券市場外の動きは反映されません。

具体的には、都市銀行部門が財務省より国債の引受、直接購入をしている部分についてはカウントされないという点がございます。例えば都市銀行部門のネットポジションデータが、売りが買いよりも多いというデータがあっても、ひよつとすると、引き受け量の金額がそれよりもはるかに多かった場合は、ネットポジションは「買い」とな

る筈ですけれど、このデータからはそれが分からないというデータの限界がございます。いまひとつは、(株式やJーR EITについては該当しませんが)、国債につきましては順次償還されてまいります。ところが、償還状況も、証券市場における取引行動としては把握されませんので、投資家のポジションに反映してこないという制約がある点に御注意いただく必要があります。

(分析対象部門・対象商品)

データの対象としては複数の部門があるのですが(資料24ページ)、全ての部門についてお話しするのも無理があるので、銀行部門、生損保部門、外国人部門という形に注目してコメントさせていただきます。それ以外の例えば投資信託部門等については、できる限りデータとしてはお示させていただきます。

なお、銀行部門につきましては、株式やJーR EITについては、「銀行部門」という分類しかありませんが、国債市場については「都銀」「地銀」「第二地銀」の区分がありますので、そのあたりはもう少し細かく説明できようかと思います。

(国債市場売買シェア状況)

最初にご覧いただきますのは、国債市場における売買シェアの状況です(資料25ページ)。売り金額と買い金額を合計し、市場における全取引中、各部門の比率の変化状況を示しています。

濃いシャドーを付している箇所が、異次元緩和前に比べて売買シェアが伸びているところ、薄いシャドーを付しているところが、売買シェアの減少が顕著なところです。

ご覧いただきますと、薄い色のシャドーがまず

都銀部門に集中して発生しています。国債の中期、長期、超長期につきまして、ほぼ半減と言えるぐらい取引シェアが低下しています。

地銀部門は中期部門での売買シェアは上昇する一方で、長期、超長期については売買シェアが下がっています。第二地銀につきましても、実は地銀とかなりよく似た投資行動をしていることが窺えます。中期国債につきましては一・三倍まで増加する一方で、長期については〇・六八ということで、ほぼ三分の二まで減少しています。言い換えれば地銀や第二地銀部門について、償還期間の異なるの銘柄別に異なる投資状況になっている。そういう意味で、都銀が全銘柄で売買シェアが下がっているのとは少し違うという特徴が、見えてまいります。

都銀部門がほぼ三分の二まで減少（あるいは半減）している中で、ほかの誰がシェアを伸ばして

いるのかというところが注目されるわけです。まず一番注目されるのは、全部門で売買比率が伸びている投資信託部門です。中期で二・五倍、長期、超長期で一・五倍と大きく伸びています。もう一つは事業法人部門が五・五五倍という形で大変大きく伸びている。しかしながら、投資信託もそうなのですが、絶対的な売買シェアから見ますと、当初の規模が小さいので、コメントするのは難しいところです。

また、もともとの売買取引シェアが大きいのが債券ディーラー部門ですが、ここは実はシェア的には変わっておりません。一・〇一、〇・九八、〇・九九ということではほぼ横ばいです。

逆に外国人部門につきましては、中期国債は一・一倍ということで、シャドーは付していませんが、量的にはじわりと伸びています。特に超長期の分野で一・三六倍と伸びており、外国人

部門の流通市場における影響力が上がっているという特徴が見てとれます。

生損保部門につきましては、長期あるいは超長期について、一・〇九と〇・九四ということで余り変わっておりませんが、中期国債の比率が二・二七倍と、こちらもじわりと増えているところが注目されます。

(ネットポジション変化状況)

次に、月末時点で売りと買いそれぞれのポジションがあるのですが、どの程度絶対値が変化したかという点に注目したのが資料二六ページの表でございます。こちらは月末時点で売りと買いの差額の絶対値がどれだけ変化しているか。ポジションのネット部分がどれだけ変化しているかを示しています。

こちらで注意いただきたいのは、それぞれ売買

ポジションの絶対値ですので、売りポジションだろうが、買いポジションだろうが、差額が大きければ、ポジション変化分が大きくなるということでありまして、濃いシャドーを付しているから残高が増えているという意味ではございません。あくまでポジションの変化の度合いを示しております。

こちらを見てまいりますと、ポジションの変化分が大きいのが、左から見てまいりますと地銀部門の超長期部門、あと先ほどはコメントしなかったのですが、信託銀行部門の中期部門あたりです。第二地銀の超長期、生損保部門の中期部分、そしてやはりこちらでも注目されるのが、外国人部門の長期及び超長期部門のポジションの変化状況が随分大きくなっている。逆に薄い色のシャドーを付している都銀の超長期、あるいは第二地銀の長期、信託部門です。信託部門は必ずし

も明確には申し上げられませんが、恐らく年金基金の部分が信託銀行の動きに反映されていると思われませんが、こちらも中期と長期で相当対照的な動きをとっています。また生損保部門も中期ポジションの変化が大きい一方、超長期あるいは長期については、変化の度合いが随分下がっているということ、銘柄ごとによって随分差がございませ

す。
もう一点注目されるのが、債券デイトラー部門の長期及び超長期につきまして、ポジションの比率がほぼ半減しております。〇・五七と〇・六三ということ、なるべくポジションをとらないように債券デイトラーは動いているという性格が見てとれます。

(機関投資家行動の特徴―国債まとめ)

そういうことで、これまでの話を言葉として要

約いたしますと(資料27ページ)、国債につきましては、都銀の取引シェアがほぼ半減する一方で、生損保部門の中期国債のシェアが拡大している。あるいは外国人部門の長期、超長期部門のシェアが拡大しているとの動きが見てとれます。

また、ポジションの変化状況では、都銀と地銀がほぼ対照的な動きをしている。都銀が超長期部門でポジションを変化させているのに対して、地銀と第二地銀のポジションは、逆に増加が増加しているということ、都銀と地銀で、銘柄によってかなり差が出てきている部分がある。生損保部門は、中期部門でポジション変化が増えている。外国人部門は長期、超長期部門でのポジション変化が拡大しているといった点が特徴として申し上げられようかと思えます。

(国債ネットポジションの累計値―都銀部門)

先ほどから申し上げておりますネットポジションの変化状況、売りと買いのそれぞれの残高を毎月毎月それぞれ累計させていくと、どのようなグラフになるかという点について順次御説明させていただきます(資料28ページ)。

横に走っている黒い太い線がゼロの値でございます。ゼロ以下になっている部門は、どういふことかという点、証券市場において売りポジションがどんどん積み重なっているということの意味しております。

こちらの表は都銀の行動を示しております。都銀が売却ポジションを継続してとれる理由ですが、最初に申し上げました証券市場外で債券を引き受けている結果です。その中、証券市場において売却した部分が、マイナスの累積という形で表れているという内容になります。

一番下の線が長期、真中の線が超長期の国債を示しております。こちらもおおむねマイナス方向に売りポジションが積み重なっています。ただ、超長期につきましては、最近では売りポジションの累積が減少する形で、少し変化が見られます。

しかし何と申しましたが、中期利付国債の買いポジションの累積が印象に残りますが、これは証券市場におきましても、都銀部門がポジションの買いを積んでいった様子をご覧いただけます。そして、異次元緩和の暫く前からネットポジションが大きく減少している変化についてもご覧いただけます。

(国債ネットポジションの累計値―地銀部門)

地銀部門につきましては(資料29ページ)、財務省からの直接的な国債引受はやっていません

で、こちらはかなり動向が把握できます。長期国債と中期利付国債のポジションの累計は右上がりになっており、その傾向は異次元緩和後も継続している。

しかし地銀につきましても注意すべき点は、商品が国債ですので、償還されてくる部分があることです。そこは、このグラフからはなかなか把握できません。

(国債ネットポジションの累計値―第二地銀部門)
 続きまして、第二地銀部門です(資料30ページ)。こちらにも超長期国債については減少する一方で、中期は若干増加傾向にあるのが見てとれます。

(国債ネットポジションの累計値―生損保部門)
 生損保部門に移りますと(資料31ページ)、

こちらは銀行部門と相当異なる投資行動をします。超長期部門の累積値が余りにも大きくて、その他の中期及び長期国債の値が下のほうに張りついて見えます。言い換えますと、生損保部門は、超長期の国債を大変な勢いで買い続けており、その残高が積み上がってきているわけです。この投資行動は、異次元緩和の前後でもあまり変わっていません。

なお、このグラフでは見えにくいのですが、中期国債につきましては、超長期国債に次いでポジションが積み上がっておりまして、逆に長期国債は、最近やや減少傾向にあるという違いがございます。

(国債ネットポジションの累計値―外国人部門)
 外国人部門につきましても(資料32ページ)、中期国債についてポジションが積み上がっており

ます。長期国債については、異次元緩和の発表後は逆に下がっています。このように銘柄毎に投資行動に大きな差がございます。あと、じわりとプラス方向に転じているのですが、超長期国債についても、最近ポジションが積み上がってきております。

(取引状況のまとめ―国債)

こうした内容を言葉にまとめましたのが資料三三ページです。全銀行部門について、超長期部門の保有ポジション残高が減少しています。しかしながら都銀と地銀では、中期国債についての方向性、少なくとも証券市場において観察される方向性は異なっています。都銀は減少する一方で、地銀は拡大しています。また、生損保の超長期国債の保有が急拡大しています。ただし、これは異次元緩和以前から継続している方向性であり、異次

元緩和の影響を余り受けていないという性格が見えるわけです。そして最後に、外国人部門の中期国債の購入が拡大する一方、長期国債が急減しているという特徴がございます。

(株式ネットポジションの累計値―機関投資家

全体)

こちらでは株式とREIT市場において各部門がどのように動いているかを示しています(資料34ページ)。

こちらでは真中に細線でTOPIX値の推移を示しています。TOPIXは、右の第二軸でポイントの推移を示し、左の第一軸で各部門別のポジション累計を示してございます。

こちらのデータは二〇〇九年一月からを示しております。二〇〇九年と申しますとリーマンショックの直後です。リーマンショックの直後、

二〇〇九年前半には、外国人部門の膨大な売りが発生しており、外国人部門がその後も全体でほぼマイナス値になっているのは、リーマンショック直後の売りの大きさに起因しています。外国人部門は、二〇〇九年の年央あたりを底として、その後は継続的に買いを続けております。株式については償還がありませんので、外国人の保有ポジションがほぼ示されているかと思えます。

注目して頂きたいのは二〇一二年の七月ごろから、外国人の株式保有残高が大きく伸びておりまして、そうした動きとTOPIXの上昇の度合いがほぼパラレルになっている所もところが見えてまいります。その意味で、いわゆるアベノミクスにおける株価上昇というのは、実は外国人部門の投資行動によってもたらされた面がかなりあると考えられます。

一方、機関投資家である生損保あるいは銀行に

ついて、株式の状況はどうかというと、こちらは継続的にマイナス方向にあります。売りポジションが積み上がっているわけで、生損保も銀行も保有株式を減らしている方向にあるわけです。

(株式ネットポジションの累計値―銀行・生損保)

資料三四ページのグラフだけでは外国人の比率が大きいので、生損保と銀行部門が良く見えないということで、外国人部門を取り除いた形でグラフを拡大したのが次の資料三五ページです。こちらをご覧くださいますと、銀行も生損保もほぼ売りが継続的に続いておりますが、とりわけ生損保部門の売却累積値がかなり大きい点が見てとれます。

(J-REITネットポジションの累計値―機関
投資家全体)

続きまして、J-REIT市場のデータです
(資料36ページ)。こちらにも上の細線がREIT指
数値の推移で、右の第二軸でその水準を示してい
ます。上の太い線が銀行の保有ポジションの推
移、下の太い線が生損保の推移、上下している細
線が外国人部門の推移です。

こちらを見てもまず目に付く点は、銀行部門は大
量にREITを購入している状況です。生損保部
門についても買いは伸びてはいますが、銀行ほど
明確ではありません。外国人については上がった
り下がったりと、REIT指数の推移との関係が
パラレルであるかどうかは、必ずしも明確ではあ
りません。やはりこちらで印象に残るのは、銀行
部門の投資累計値の上昇です。そうしますと、銀
行部門は、不動産と株式という同じリスク資産で

あっても、相当異なる投資姿勢を持っている点が
見えてくるわけです。

(J-REITポジションの累計値―生損保・外
国人部門)

こちらのグラフでも銀行の存在感が大き過ぎ
て、他の部門がよく分かりません。ですので、銀
行のデータを抜いた同じグラフを資料三七ページ
で示しております。そうしますと、外国人部門
は、売りと買いの累計値のプラスとマイナスの変
化が相当激しくブレているところがまず見てとれ
ますし、生損保部門につきましても、全体として
やや右上がりのような、横ばいのような、という
あいまいなところがあります。商品によっても各
投資部門の行動はかなり異なっております。

(取引状況のまとめ―株式・J-REIT)

こうした取引状況を言葉で要約しますと(資料38ページ)、銀行は株式とREITにつきまして、残高で相当違う行動をとっています。株式は一貫してポジションが減少していく一方、REITのポジションは継続的に上昇している。

その他に目立つ行動としては、生損保は株式の保有残高は一貫して減少し、外国人部門は、リーマンショック後は一貫して上昇傾向です。株式とREITについて見る限り、異次元緩和、金融政策の前と後で、変化したのかと言われると、どうでしょうか。銀行、生保、外国人というのは、一貫して投資姿勢が変わっていないように思えます。その意味で、金融緩和の影響を余り受けていないようにも見える次第でございます。

(3) インバルス応答関数分析

(金利・価格変動に対する機関投資家の反応)

最後に、以上に述べましたような価格や金利といった市場における金融商品の値の変化について、各機関投資家がどのような投資行動をとっているかというところについて若干分析を試みたものが以下の内容でございます(資料39ページ)。

こちらの考え方として、投資家は商品価格の変動に対して、時間の経過とともに、どのような投資行動をとっているのかに注目いたします。

実は二〇一一年に、私は一度同種の分析をしたことがございます。株式市場とREIT市場における投資部門別の行動を、リーマンショック前後で変化したのかというところを分析いたしました。その際にはかなり市場によって対照的な結果が出ておりました。

結論から言いますと、株式市場において各投資

家部門は、リーマンショックの前後で、その投資行動パターンを変化させなかったのです。ところがREIT市場においては、リーマンショックの前後で相当な変化が出ておりました。このように、市場の参加者数とか、取引の流動性、市場の規模等の影響が金融商品によって相当変わって来るといことが過去の経験から分かかっておりましたので、そういった点も踏まえまして、今後の行く先に注目している次第でございます。

では、具体的にどのようなように考えるかというところ、投資家のいわゆる順張り、逆張りと呼ばれる行動に注目いたします。順張りとは、例えば株式の価格が相対的に上昇した際に、その株価上昇を見て、投資家がどのように行動するか。順張りの場合は、株価が上昇した場合、その後も上がりそうだから買い増ししようということ、資産の保有ポジションを増やすことを順張りとして定義して

おります。逆に、株価が上がりましたら、ここで売っておきましょう、そして株価が下がればまた買いましょうというふうに、順張りの完全に逆の行動をとるのが逆張りとして定義しております。

この順張り行動と逆張り行動が、一体どういう意味を持つのかというと、時間の経過というものが大きく影響します。順張りとは、基本的に市場の変化と同じ方向のポジションをとることで収益を上げようとする行動であり、早い話が追従買いと呼ばれる行動が典型的な順張り行動であります。

これは短期的な投資収益に結びつく度合いが大きいと言えますし、逆に、逆張りというのは、相対的に短期では損をしても、長期的に利益を出そうとする長期投資に近い性格を持つているわけですね。そういう意味で、投資家の投資スパン、あるいは投資家の投資に関する相場観と言ってもいいかと思いますが、そうした性格が、各投資家に

よってどのような異なってくるかということが、順張り・逆張りを見ることで表れてくるわけです。

そういった順張り、逆張りを念頭に置きまして、異次元緩和の前後で、どのようになっているかの分析を試みた次第でございます（資料40ページ）。

分析手法としては、価格がポイントと一ポイントだけ上昇した場合、投資家はそれに対して売るか買うか、価格の変動が投資家の行動にどれだけ影響するかという変化の度合いだけを見ていくという計量分析手法がありまして、一般にはインパルス応答関数と呼ばれる分析を行い、現れた形態を見ようということです。

ただ、この分析につきましても、実はデータ数が少ないという問題がございます。こちらは月次データを使用しますので、異次元緩和後の期間

が、九カ月分しかデータがなく、サンプル数が不足しているというボトルネックがございます。

また国債、株式あるいはREITにつきまして、実は全銘柄かつ全部門について計算だけは終わったのですが、その結果数が膨大に上がっており、まだ結果の咀嚼が追いついておりません。

「サンプル数が不足」という点も踏まえますと、明確な意見を申し上げることがなかなか難しいというのが、現在の正直なところですね。言い換えますと、短期的な投資パターンが変化しているのか、あるいはその変化が安定的であるのかという点、九カ月のデータからではどうしても読み取れないのです。ですので、もう一年程度データが溜まった時点で、もう一回細かく再計算する必要があります。そういう意味で、今から申し上げる内容は、かなり暫定的な部分報告だと御理解いただければ幸いです。

(分析例―REIT・個人投資家)

分析結果についてお示しいたします。資料四一ページは、例えばREIT市場における個人投資家の行動パターンの変化でございます。左のグラフは異次元緩和前の二年分のデータです。右側のグラフは異次元緩和後の九カ月分のデータです。ここでは、例えば価格が一単位あるいは1%上昇した場合、上のほうに細かい実線が伸びておりまして、これは買いポジションが大きく発生する。一期から始まり二期目に大きく買い行動が発生し、三期目、四期目という形で買いのポジションが徐々に下がり、四期目頃には逆に売りが発生するという形で、線の推移が、時間の経過とともに変化する投資家の動きを示しているわけです。

その結果、個人投資家部門について、REITの市場ではかなり大きな変化が見えてございます。何といっても異次元緩和前では、価格が上

がった場合、売りポジションのほうが大きかったのです。ところが、異次元緩和後については、価格が一単位上昇するだけで、大量の買い行動が発生しております。このようにREIT市場における個人投資家部門はかなり明確に変化が把握できた部門です。

これを先ほどの順張り、逆張りということでは説明いたしますと、異次元緩和前では、個人部門は、指数が上昇した場合に弱い売却行動をとっていた。すなわち典型的な逆張りのパターンが個人投資家に見えたわけですけれども、異次元緩和後につきましても、価格が上がれば大量に買いを生させるといって強い購入行動、強い順張り行動が見えており、随分影響が観察できました。

実はREIT市場は、先ほど申し上げましたように、リーマンショックの前後でも個人投資家部門の変化が観察できており、おそらく異次元緩和

前後で、REIT市場に出入りする投資家数が大きく変化しているのだろうなという点が窺われます。

(パターンの変化例―地銀・長期国債)

こうした順張り、逆張りを全ての部門につまみして一個一個計算して、グラフをつくっていく作業を行っております。そうした中で、明確にパターンの変化ができた部門を少し御紹介いたします。

資料四二ページは地方銀行部門の長期国債の市場における異次元緩和前と後の状況です。異次元緩和の前は逆張りがすごく明確に観察されますが、異次元緩和後は順張りになっています。これは大きく行動パターンが違ってきている典型的な例でございます。

(パターンの変化例―第二地銀・長期国債)

実は地方銀行と同じような動きをしている部門がもう一つございます。それがすでに取引シェアあるいはポジション変化のところでも申し上げました第二地銀部門です(資料43ページ)。こちらも長期国債について異次元緩和前に逆張りであったものが、緩和後は順張りとなり大きく変わっております。そして地方銀行の長期国債における変化と大変良く似ている特徴がございます。

このように全ての部門について分析していったのですが、正直言いますと、異次元緩和後、まだデータが九カ月分しか蓄積されていませんので、変化しているのか変化していないのかがよく分からない部分が多くございます。グラフ上は変化しているように見えるのですが、統計的に変化が明確にあると言い切れない事例が大半です。そういう意味で、今の時点ではまだよく分からないとし

か言えないのが現状です。このあたりにつきましては、二年分ぐらいデータが溜まった時点でもう少し分析して、また改めて正式な報告をさせていただきますかと思っております。

四、総まとめ

本当の最後になりますが、アベノミクスあるいはクロダノミクスによってどういうことがあったのかを、最終的にまとめたものが資料四五ページでございます。

一つ言えるのは、リスク資産、すなわち株式やREITの急激な価格上昇と取引高の急拡大は明らかに発生いたしました。また債券市場については、債券市場価格（金利）の変動率（ボラティリティ）が大きく上昇しています。

そして機関投資家や金融商品別に売買状況やポ

ジション状況、あるいは投資パターンについて見ていく限りは、影響の程度は相当異なっている。投資状況が明確に変化した部門もあれば、変化していない部門も相当数ございます。

そういう意味で、あえてクロダノミクスあるいはアベノミクスについて、かなり無理に申し上げると、方向性は、少なくとも当初予想された経路を辿っているという意味では、おそらく成功しつつあるのではないか。しかしこの経路が安定的か、あるいは量的に十分かとなると現時点で政策評価を確定させるのは難しい。もう少し時間をいただきたいというのが、暫定的な結論になるかと思えます。

そういうことで、大変拙い報告でございましたが、御清聴ありがとうございます。（拍手）

高坂常務理事 志馬先生、どうもありがとうございます

いました。

アベノミクス導入後の投資行動につきまして、機関投資家によって変化の程度とか内容がかなり異なっている様子を、いろいろなデータに基づいて御説明いただきました。

お時間が五分ほど残っておりますので、もし御質問等ある方がいらつしやいましたら、是非よろしくお願いいたします。

質問者 冒頭に、金融機関の債券の売却と貸出のお話をされましたけれども、相関関係はございますか。

志馬 残高ベースについて相関データをとりますと、かなり強い関係がございます。本日はお話しさせていただいておりませんが、銀行保有国債残高の月次の変動を見た場合に、貸出と、預貯金の流入等の影響が強く説明変数として出ておりますので、そういう意味で、相関関係は強くあると申

し上げられようかと思えます。

高坂常務理事 それでは、時間も参りましたので、以上をもちまして、本日の「証券セミナー」をお開きいたします。

志馬先生、どうもありがとうございました。
(拍手)

(しま よしのり・帝塚山大学経済学部准教授
当研究所客員研究員)

(この講演は、平成二六年三月一〇日に開催されました。)

志馬祥紀氏

略 歴

【学歴】

- 1994年 同志社大学経済学部卒業
- 1997年 大阪大学大学院国際公共政策研究科入学
- 2002年 国際公共政策博士（課程博士、大阪大学）
- 2004年 滋賀大学大学院経済学研究科入学（博士課程）
- 2007年 経済学博士（課程博士、滋賀大学）

【職歴】

- 1994年 大阪証券取引所入所
- 2008年 大阪国際大学専任講師
- 2009年 大阪国際大学准教授
- 2012年 帝塚山大学准教授（現在に至る）

【主要業績】（近著）

- ・『ファンドマネジメントの新しい展開』（共著、2009年、東京書籍）
- ・『ビジネス学びのことはじめ』（編著書、2010年、ナカニシヤ出版）
- ・『資産運用会社の経営と実務～ファンドマネジメント大全』（共著、2013年、同友館）
- ・「国際金融市場間の競争と互惠効果：日本・シンガポールの事例分析」（2011年、『国際研究論争』（大阪国際大学））
- ・「J-REIT 市場における価格形成と米国 REIT 市場の影響」（2011年、大阪銀行協会主催大銀協フォーラム研究奨励賞受賞論文集）
- ・「米国で拡大するボラティリティ投資
—ETN を利用した投資状況とその投資リスク」（2013年、『証券経済研究』、日本証券経済研究所）
- ・「取引所再編の動きとデリバティブ取引の収益性」（2014年、『証研レポート』、日本証券経済研究所）