

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、その行動変化の有無を調べる。なお筆者は昨年、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六〇〇七〇兆円で増加するように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に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に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付国債の金利を、長期金利は一〇年物長期付国債の金利を、超長期金利は二〇年物長期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。

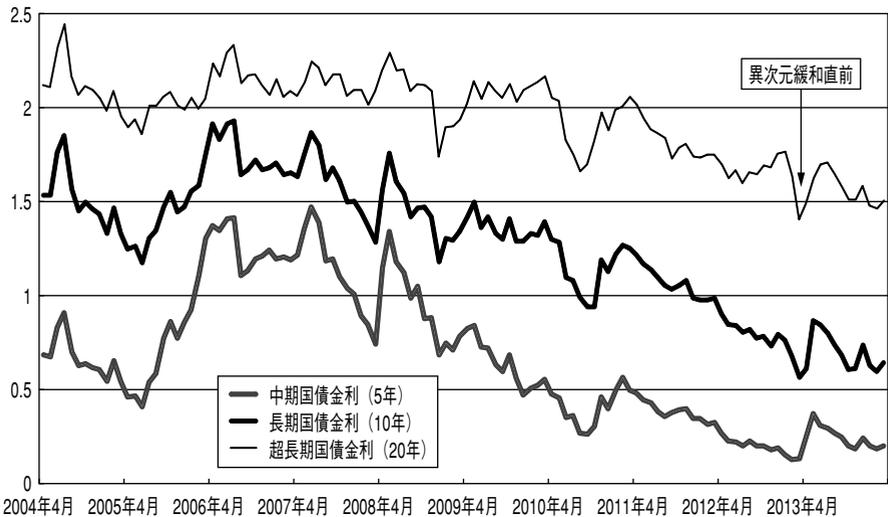
図表2は、TOPIX（東証株価指数）及びJ-REIT指数を示している。これら数値は、異次元緩和前に先立つ二〇一二年末より上昇傾向を示していたが、最近その動きは停滞気味である。

（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）

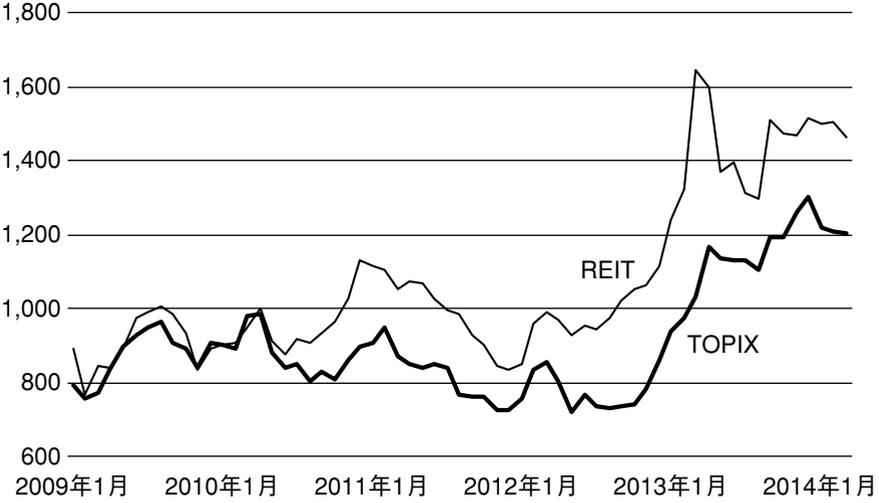
データは異次元緩和に先立つ二年間（二〇一二年四月～二〇一三年三月）と異次元緩和後の九か月間（二〇一三年四月～二月）の金利変動（日次変化率）を比較している。

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

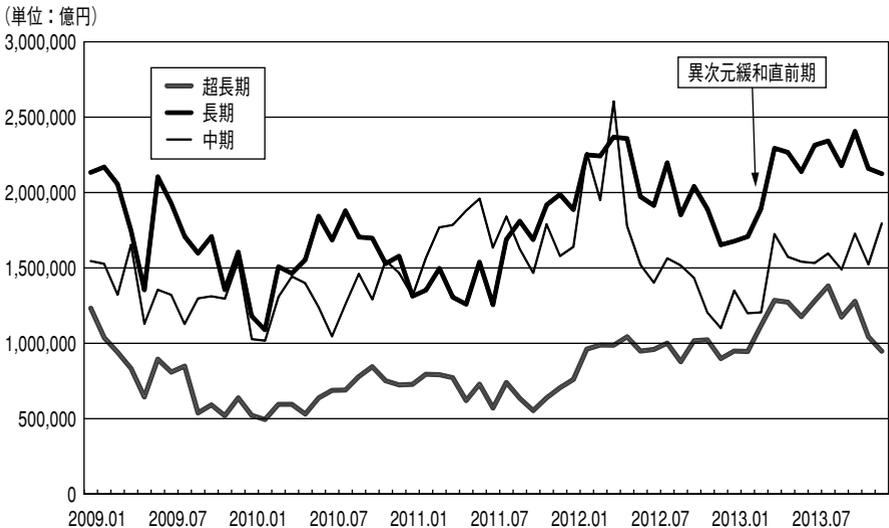
		中期利付国債 (5年物)	長期利付国債 (10年物)	超長期利付国債 (20年物)
異次元緩和前	平均	-0.00215	-0.00152	-0.00074
	標準偏差	0.035288	0.01717	0.009034
異次元緩和後	平均	0.005294	0.002158	0.00083
	標準偏差	0.067394	0.038677	0.019217
標準偏差の変化状況 (倍)		1.9	2.3	2.1

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・二二倍、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・第一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。

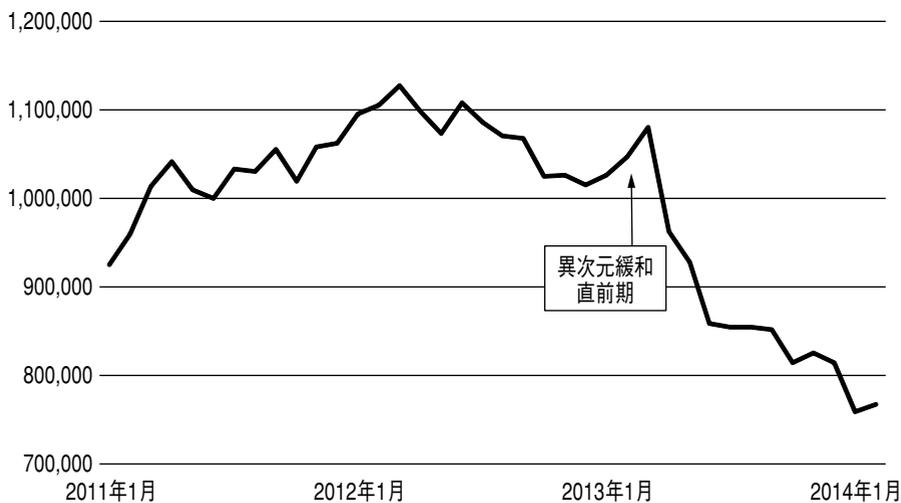
図表8 国債等の保有者内訳

(残高：(兆円))

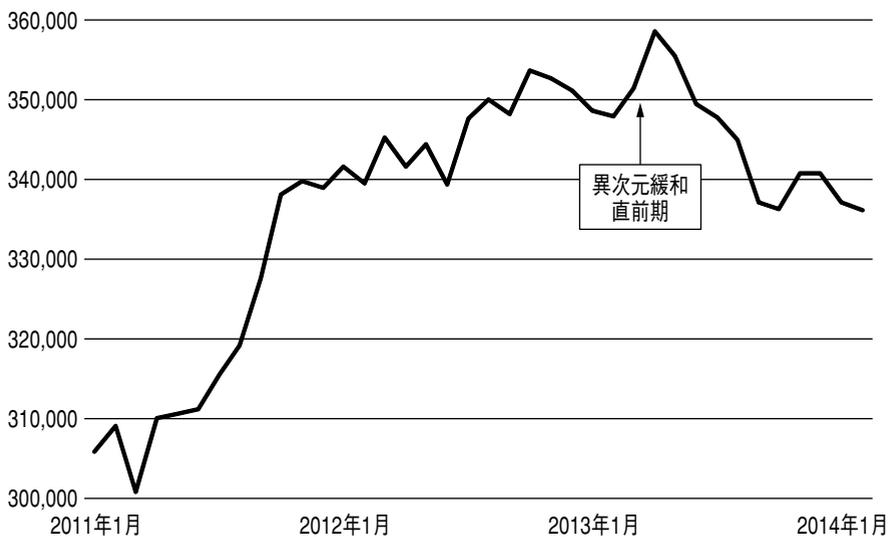
	残高 (兆円)			構成比 (%)		
	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年
残高	920	960	985	—	—	—
構成比	—	—	—	100.0	100.0	100.0
金融仲介機関	601	620	597	65.3	64.6	60.6
中小企業金融機関等	177	168	162	19.2	17.5	16.5
保険	172	184	193	18.7	19.2	19.6
国内銀行	141	156	135	15.4	16.2	13.7
年金基金	28	29	33	3.1	3.0	3.4
一般政府、公的金融機関	93	102	85	10.1	10.6	8.6
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」)

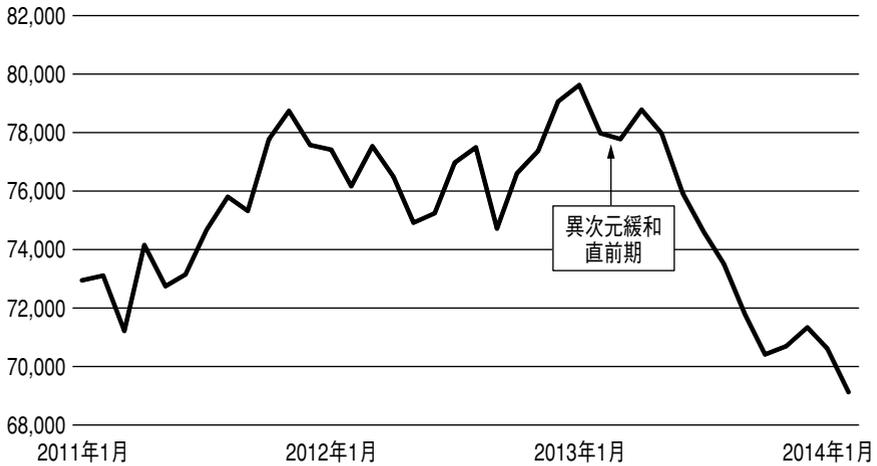
図表9 都市銀行の国債保有残高（単位：億円）



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

ついでには都銀、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)、JREIT(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JREIT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〜二二〇一三年四月)の売買シェア平均を算出し、当該シェアの変化比を状況(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。生損保といえは国債の（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：二〇一二年四月～二〇一三年三月、緩和後：二〇一三年四月～二〇一三年十二月）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									
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									
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			債券デューラー		
	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	1,652	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な
る。

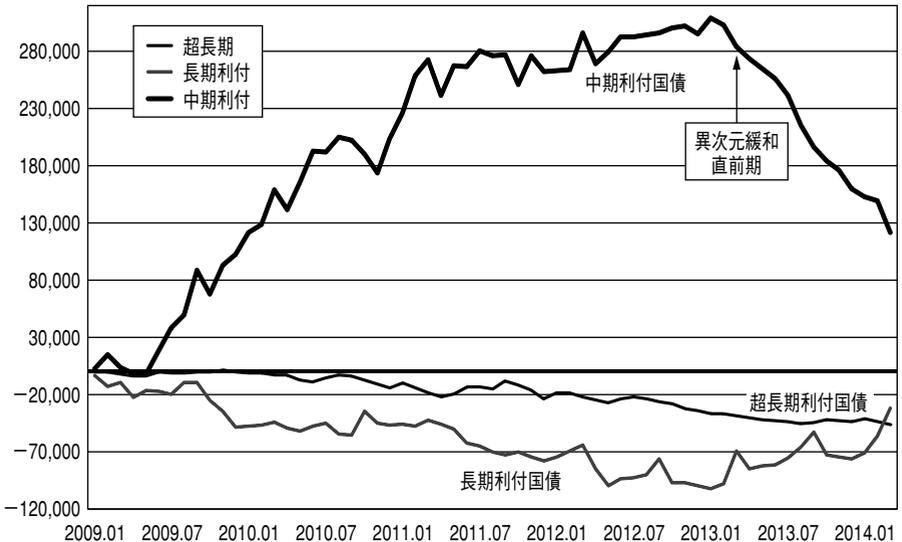
まず、金銀行部門（都市銀行、地方銀行、第二地方銀行）において、超長期国債の投資ポジションが減少している。さらに、都市銀行部門においては中期国債の保有ポジションが減少する一方で、地方銀行では逆に保有ポジションが増大するなど、対照的な取引姿勢がみられる。

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。

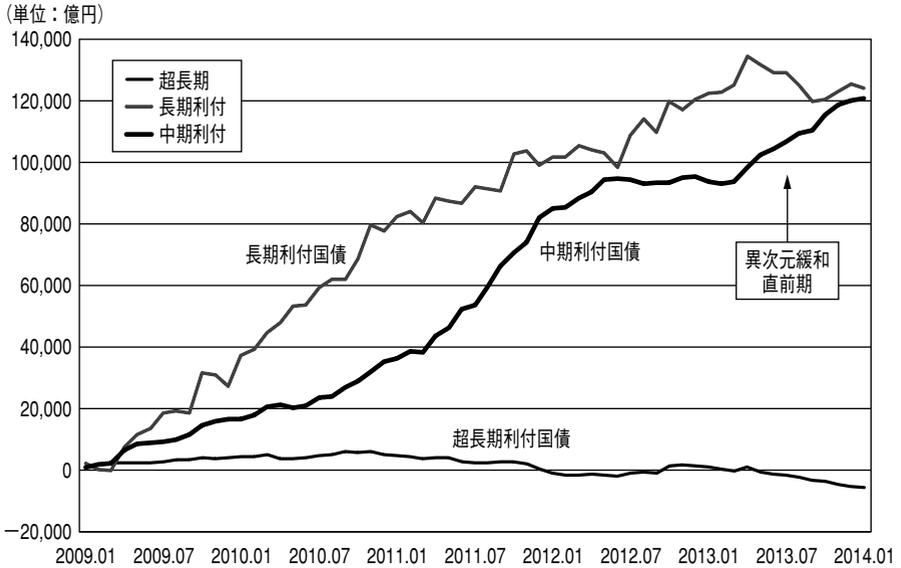
外国人部門については、中期国債の購入が急拡大する一方で、長期国債の保有が急減するなど、選別的な取引行動が観察される。

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）

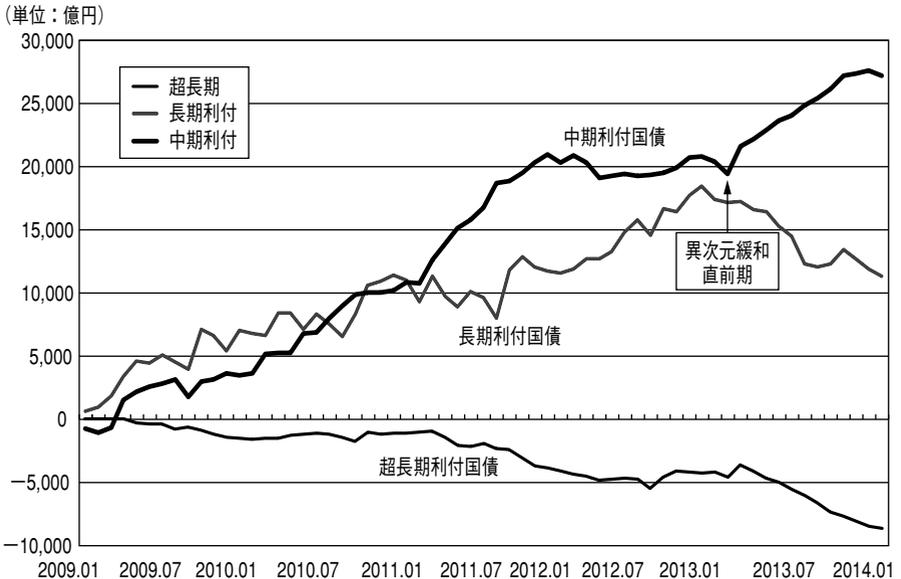
(単位：億円)



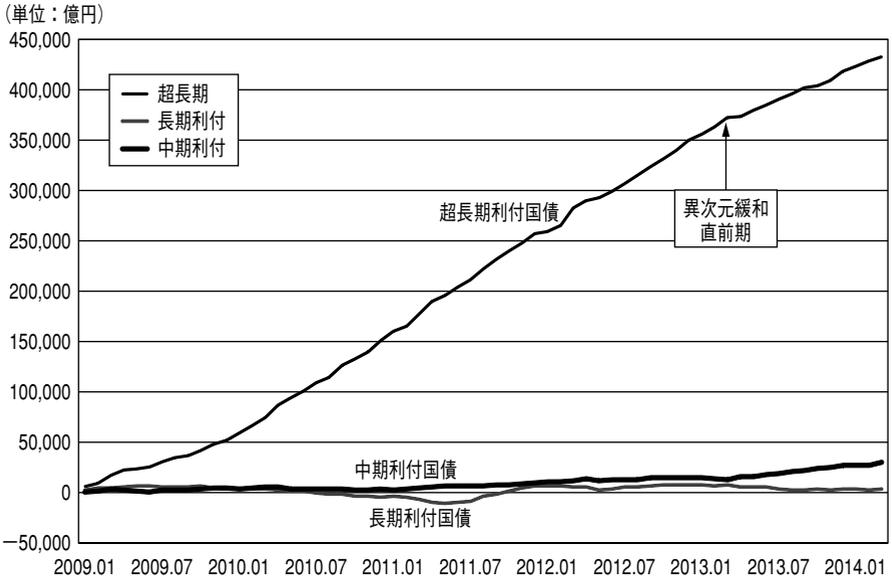
図表15 地銀の国債取引状況



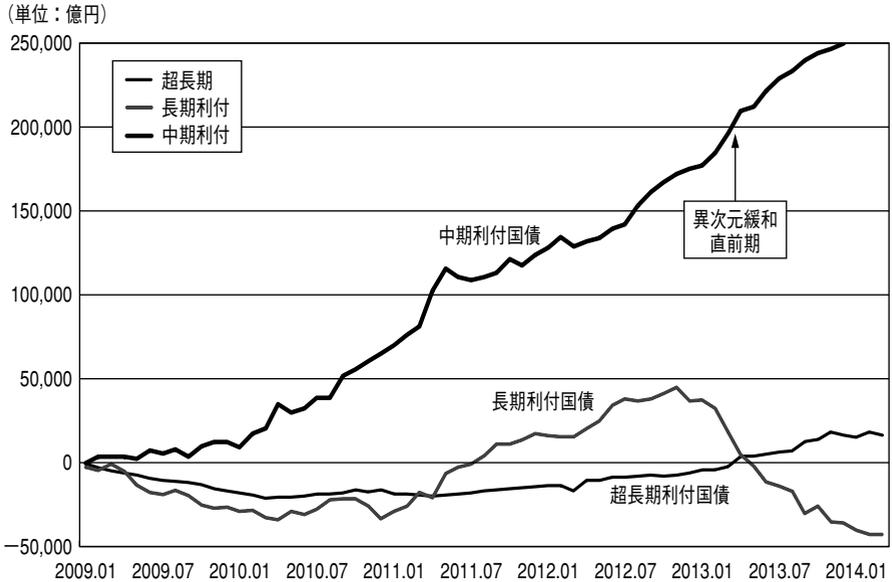
図表16 第二地銀の国債取引状況



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

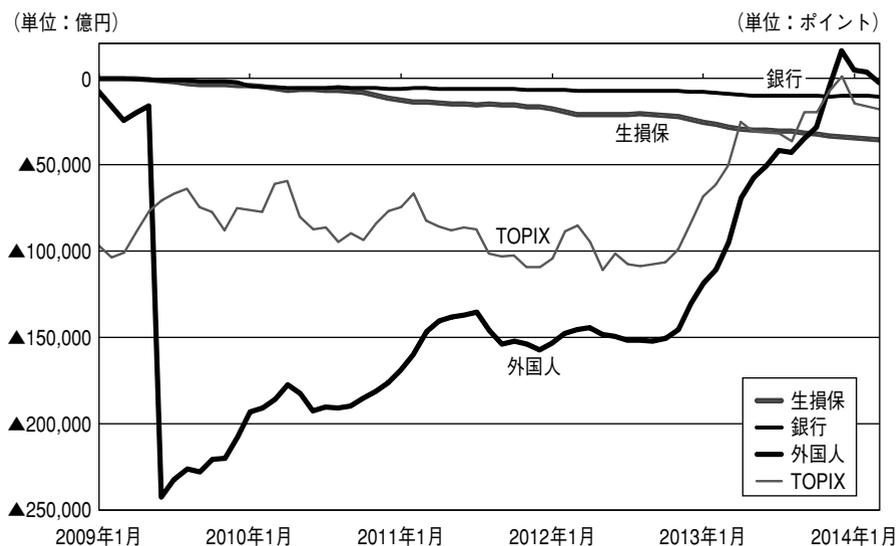
本節では、株式及びJ-REIT市場における機関投資家行動について、前項と同様に、市場における投資状況から投資動向を把握する。

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。

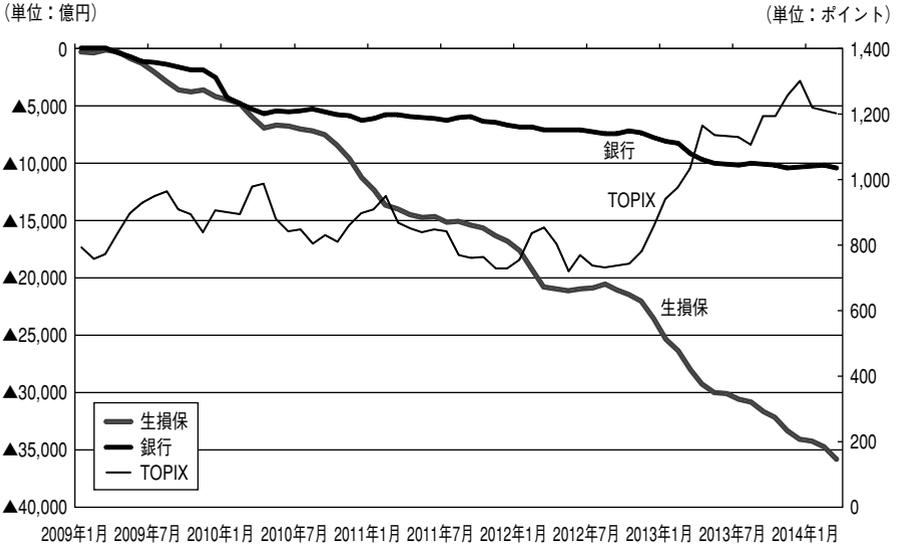
これら結果中、顕著な特徴をまとめると以下のような

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⁾

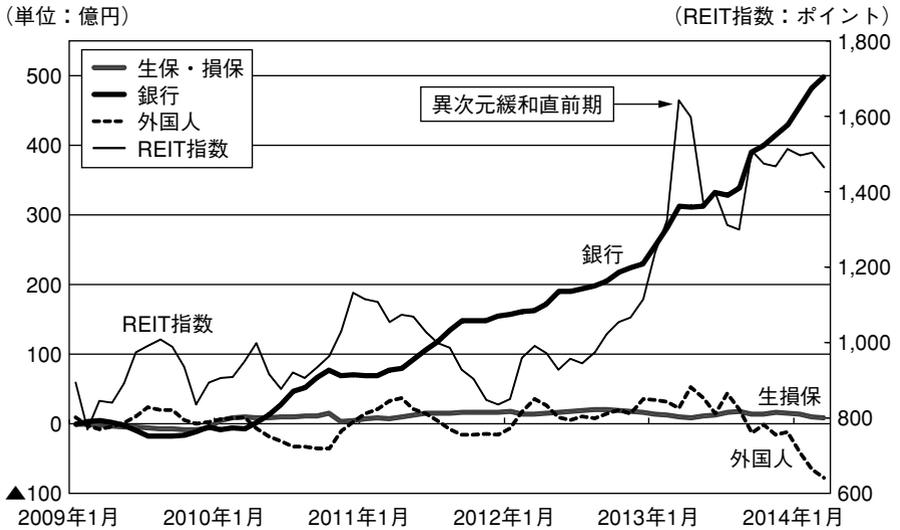
図表19 機関投資家の株式取引状況



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「CPI」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、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「CPI」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ナ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。

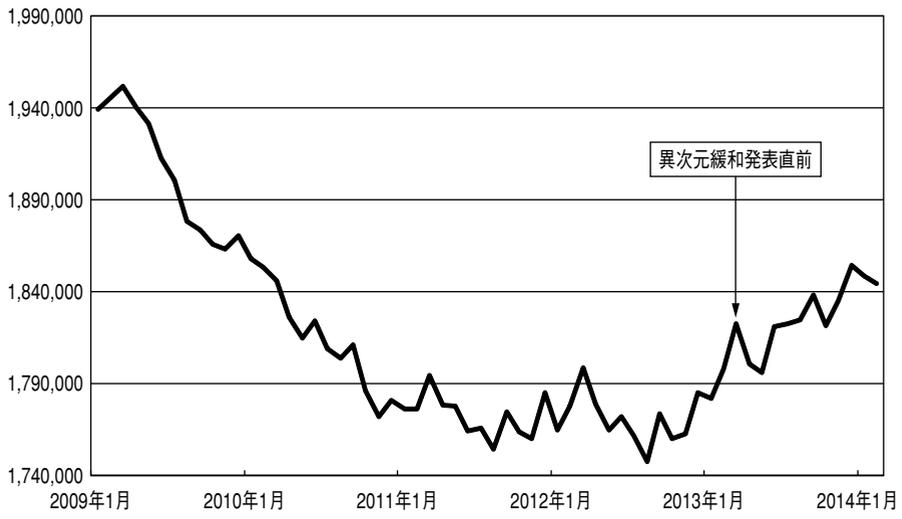
〈補論〉

以下の内容は、アベノミクス（あるいはクロナノミクス）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。については、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。

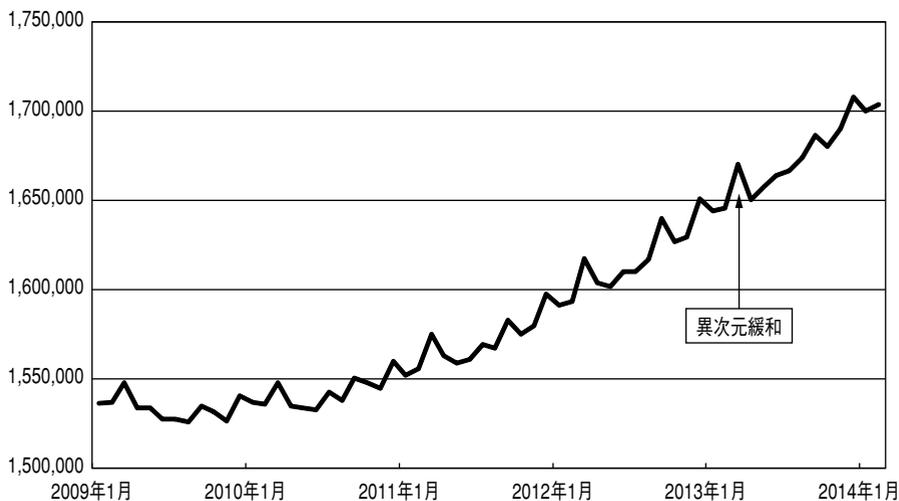
上述のように、クロナノミクスの政策波及経路としては、銀行部門のポートフォリオ・リバランスに伴う、貸出金の増減が注目点となる。については、銀行部門における貸出金残高の推移、そして貸出金中経済成長率に大きく影響する設備投資状況について図表AからDで示している。図表Aは都市銀行、Bは地方銀行、Cは第二地方銀行部門の貸出金の推移である。また図表Dは全銀行部門における設備投資を目的とする新規貸出金の前年同期比を示している。

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

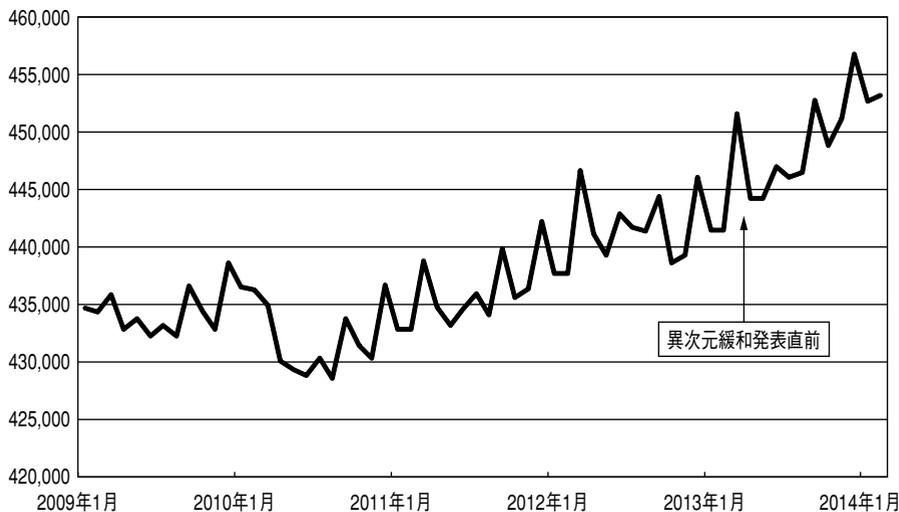
図表A 都市銀行の貸出金推移（単位：億円）



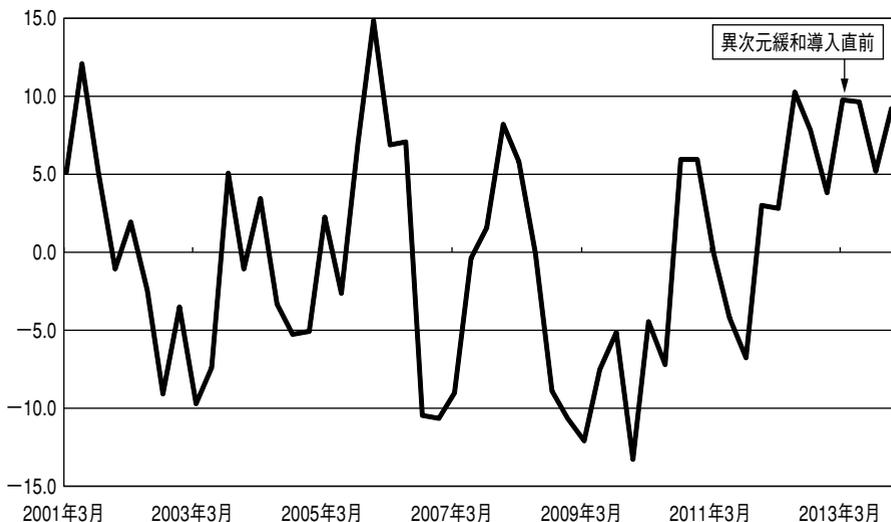
図表B 地方銀行の貸出金推移（単位：億円）



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「信用」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の大口保有状況を見ると、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)