

証 研

レポート

No.1688

2015年2月

ネット取引と対面取引

二上季代司（1）

異次元緩和における〈二年〉の意味

伊豆 久（10）

欧州HFTの実情

～ESMAのデータ分析～

吉川 真裕（23）

金融緩和と国債市場

～金利変動に対する金融機関の取引スタイルの変化～

志馬 祥紀（35）

ネット取引と対面取引

一上季代司

いわゆる「ネット取引」が、個人による株式委託取引の中心的なツールになっていくことは否定できない。さらに、そのネット取引のかんりのシェアをネット專業証券が握っていることを否定する者もない。しかし、個人の株式売買取引のすべてがネット取引に移行してはならないし、ネット取引のすべてがネット專業証券によって握られているわけでもない。ネット取引と対面取引が併存しているということは、「すみ分け」的な要素があるからだろうが、それは何だろうか。

ネット取引で高いシェアを誇るネット專業証券は、本文でみるように利益率が非常に高い。そうであれば、高い利益率に誘引されてもっとネット專業証券への新規参入が増えてもよさそうである。事実、ネット取引への新規参入が止まっているわけではない。しかし、その一方では採算がとれずにネット取引からの退出も続いており、結果として、ネット取引を提供している証券会社数は横ばいなのである。つまり、ネット取引サービスの供給サイドには何らかの参入障壁があり、それが、限られた数のネット專業証券の高い利益率を維持しているように思われる。その参入障壁とは何だろうか。

他方、需要側の投資家サイドからみれば、別の状況がみえてくる。委託売買金額におけるネット取引のウェイトは二〇〇六年以降、二〇%〜三〇%を推移し、出来高の増減と比例しながら上下している。また、ネット專業証券のネット取引におけるシェアは上昇傾向にあったが、二〇〇六年以降、そのテンポは緩慢となり、直近では

八〇％程度で横ばいである。委託売買金額の六〇～七〇％は外人投資家だといわれており、個人投資家だけをとってみればネット取引のウェイトは九〇％前後と思われるが、ネット取引の二割弱はネット專業証券以外の証券会社に発注している。それはなぜだろうか。

ネット取引については、需給両面にわたってなお説明すべき問題が潜んでいるように思われる。以下、みてみよう。

1 ネット專業証券の利益率

いわゆるネット專業証券五社（SBI、楽天、松井、マネックス、カブドットコム）の営業利益ベースのROEとその構成要素を、証券会社二五一社平均と比べてみると、表1のようになる。これによると、ネット專業五社はいずれも全社平均と比べてROEが高く、その主たる要因が売上高営業利益率の高さにあることが分かる（非連結ベース、以下、同様）。

ネット取引の費用構造は、その業務の性格上、人件費、店舗関係費が低い反面、システム関係費用（システム保守、ソフトウェア減価償却、事務関係システム利用料）がかさむ特徴を持っている。売上高利益率が高いということは、純営業収益に対してシステム関係費用を抑えているからか、あるいは逆に現行システムに対して純営業収益を引き上げる工夫をしているかのどちらかである。価格競争（手数料の引き下げ競争）や広告宣伝は、受注を増やす手っ取り早い手段ではあるが、減収要因であり、コスト増加要因でもある。

日本証券業協会は、半年に一度、協会員を対象にインターネット取引の調査を行い、その調査結果を「証券業報」に公表している。それによれば、インターネット取引を手掛けている業者は、新規参入がある半面、退出も

あり、近年、ほぼ六〇社程度と報告されている。つまり、ネット
 専門証券の高い利益率に誘引されて（あるいはネット取引にシフ
 トする顧客を引き留めようと）、ネット取引に新規参入する業者は
 常に現れるが、他方で、同じ数だけの業者がコスト倒れになって
 退出しているのである。つまり、ネット専門証券としてのビジネ
 スモデルには「コア・コンピタンス」(Core Competence)、競合他
 社が決して模倣できない核となる企業能力)が必要のようであり、
 それが参入障壁になっているということだろう。それは何だろう
 か。

ネット専門証券の手数料率は極めて低く、顧客にとつて少しの
 値幅でも利益が得られる機会が多く、それだけ利食い売りも出や
 すい。そこで、わずかな利幅を量で補おうと信用取引を利用する
 顧客が多くなる。わずか專業五社で、買い建（信用取引貸付金）
 は合計一・五兆円、全社合計（三・二兆円）の四七％、売り建
 （信用取引貸証券受入金）では二四〇億円、全社合計（五千億円）
 の四九％を占めている（二〇一四年三月末残高）。信用取引を多用
 するアクティブトレーダーを集めることで、薄利多売を狙うビジネ
 スモデルなのである。

表1 ネット専門証券の収益力（2014年3月期）

	全証券 会社平均	ネット専門5社				
		SBI	楽天	マネックス	松井	カブドットコム
①総資産回転率	3.2%	4.4%	6.3%	7.2%	6.0%	3.3%
②売上高利益率	24.1%	25.6%	29.5%	24.0%	42.1%	31.1%
③レバレッジ倍率	17.9倍	10.6倍	14.7倍	10.3倍	7.8倍	16.3倍
④自己資本利益率 (ROE)	13.6%	11.9%	27.4%	17.9%	19.6%	17.0%
⑤売上高営業利益 率	30.8%	46.9%	52.2%	41.2%	69.9%	54.4%
⑥自己資本営業利 益率 (ROE)	17.5%	21.9%	48.5%	30.8%	32.6%	29.6%

(注) 1) 回転率は「純営業収益÷総資産」、②売上高利益率は「当期利益÷純営業収益」、③レバレッジ倍率は「総資産÷(純資産=自己資本)」、④は①×②×③、⑤売上高営業利益率は「営業利益÷純営業収益」、⑥は①×③×⑤

2) なお、総資産、純資産(自己資本)は平残(前年末と当期末の平均)で算出している。

(出所) 全証券会社(251社)平均は日本証券業協会『統計資料』、ネット専門証券5社については各社『業務及び財産の状況に関する説明書』より作成。

そうだとすると、そうしたアクティブトレーダーに訴求する独自のサービスやシステムを提供することが成功のカギとなるだろう。松井にみられる「手数料のボックスレート」や「無期限信用取引」、デイトレーダー限定の「一日信用取引」のような価格設定・サービスのイノベーションがそれにあたるだろう。あるいは、勘定系・情報系の取引システムを内製化し、システム費用を抑えながら差別化した商品・サービスを提供する能力も「コア・コンピタンス」の一つであろう。松井を除きネット証券は、母体がIT企業であったり、IT技術に詳しい経営者であったりするのは偶然ではあるまい。

2 ネット証券の預かり資産

しかしこのことは、アクティブトレーダー以外の個人の証券取引が、依然としてネット証券以外の顧客にとどまりうることを裏側から物語っている。たとえば、ネット証券五社の預かり資産をみると、表2 のようになる。

いま、仮にネット証券の顧客がすべて個人だと仮定しよう。『平成二五年度株式分布状況調査』によると個人の株式所有は株数ベースで二四・三％（金額ベースで一八・七％）であるが、ネット証券の株

表2 ネット証券5社合計の預かり資産

年 月		2013年3月末	2014年3月末
[全社ベース]			
株券	(千株)	303,458,919	303,543,917
債券	(百万円)	91,555,440	91,230,061
受益証券	(百万口)	63,494,638	67,860,272
[ネット証券5社ベース]			
株券	(千株)	14,919,639	15,535,538
債券	(百万円)	434,095	462,213
受益証券	(百万口)	2,857,554	3,410,532
全社に占める証券5社のシェア	株券	4.9%	5.1%
	債券	0.5%	0.5%
	受益証券	4.5%	5.0%

(注) 海外株、外債、外国投信も含む
(出所) 表1に同じ

式預かりシェアは五％程度しかないから、個人持株に限定すれば二割強のシェアにとどまる。また、投信についていえば、証券会社だけではなく銀行窓販の預かりもあることから、ネット專業証券の投信預かりシェアはさらに低くなるだろう。

そもそも中長期の顧客資産の取り込みは、回転売買をターゲットにしたこれまでのネット專業証券のビジネスモデルからみると、断絶しているようにみえる。ネット專業五社間では投信預かり残高に大きな格差があり、投信営業において積極、消極の両端に分かれているのも当然のように思われる。そこで、今度は、顧客の側から、ネット取引について考えてみよう。

3 ネット取引と対面取引

前述のように、日本証券業協会は、手数料の全面自由化以後、半年ごとに「インターネット取引に関する調査結果」を『証券業報』に掲載している。この調査によれば、手数料全面自由化直後の二〇〇〇年三月期下半期（一九九九年一月～二〇〇〇年三月）には、株式委託売買金額（信用取引分も含む）のわずか一・八％に過ぎなかった「ネット取引」が〇六年三月期下半期には三一・五％のピークに達し、その後も二〇～三〇％をキープしていることが分かる（図1）。もつとも、ここには投資家別内訳がないが、個人の取引に限定すればもつと高くなるだろう。一説によれば、個人の株式売買の九〇％程度を占めるともいわれている。

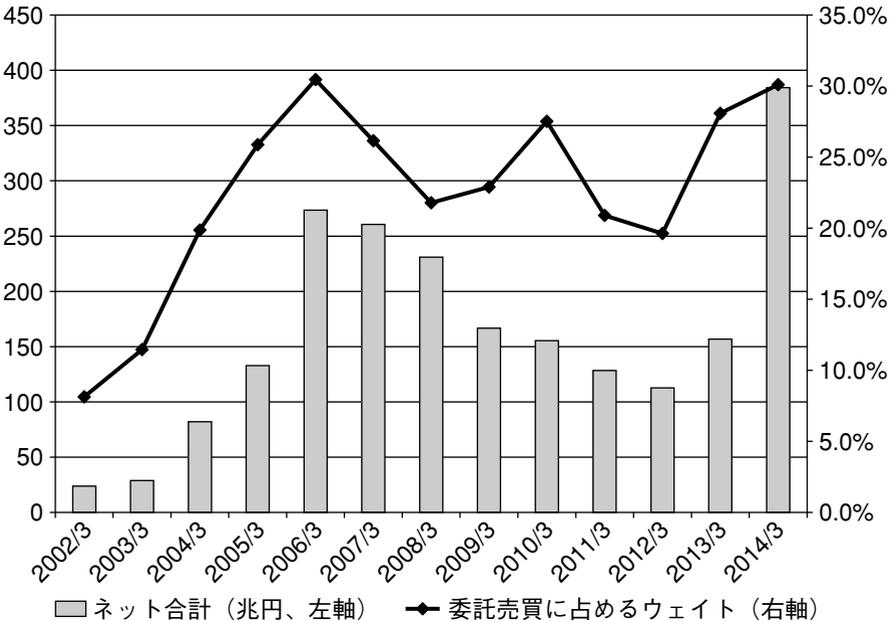
では、このネット取引におけるネット專業証券のシェアはどの程度なのか。先の、日本証券業協会調べのネット取引を通じた株式委託売買金額を分母に、ネット專業証券の委託売買金額を分子にして計算すると、図2のようになる。これによると、ネット專業証券のシェアは二〇〇〇年代前半には急速に上昇したものの、後半ごろか

ら伸び悩み、二〇一〇年代に入ると横ばいで推移していることが分かる。二〇〇〇年代後半に後発ネット專業証券が、手数料引き下げ競争を持ち込んで急速にシェアを伸ばしたが、その多くは先発專業五社のシェアを奪ったものであることが分かる。これをみると、ネット專業証券の売買シェアは八〇％強が限界なのではないだろうか。

ネット專業証券以外でネット取引を手掛ける証券会社の多くは対面取引も手掛けており、こうした業者の数は五〇社程度である。ネット專業五社の個人顧客預かり残高は株式の場合で二割強、投信の場合で数％と推計されるが、逆に見れば、この残りが対面營業証券の預かりということになる。そしてネット取引でも二割弱が対面取引を並行的に行っている業者によるものである。それでは、ネット專業証券以外で取引している顧客のニーズは何なのであろうか？

ネット專業証券は非常に回転の速い売買を繰り返す

図1 株式委託売買におけるネット取引のウェイト（年次ベース）

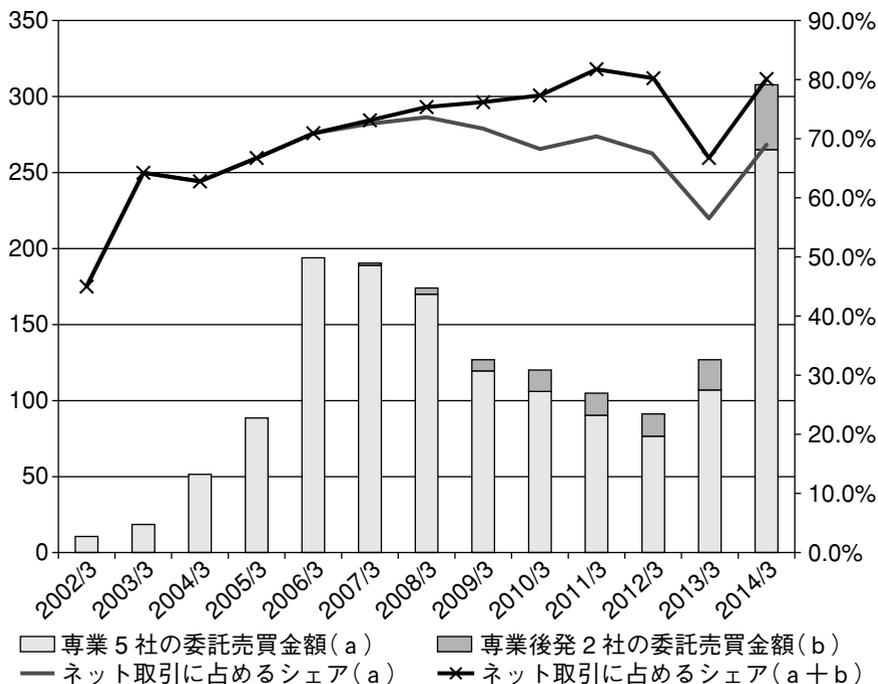


(出所) 日本証券業協会「インターネット取引に関する調査結果」より作成

返すアクティブトレーダーに適した価格設定（手数料表）や信用取引、さらには高度な取引ツールや市場情報等をインターネット経由で提供しているが、そうした価格設定やサービスをさほど必要としない、あるいは、そもそもインターネットを駆使して売買すること自体が不慣れで、高度な取引ツールは使いこなせない顧客もいるということだろう。

中長期の資産形成を目標とする顧客からみれば、日中の株価変動を気にすることも、それに引きずられて売買することは少ない。時に銘柄の入れ換えはしても頻繁ではないから、手数料率がネット專業証券に比べ少々割高でも痛痒には感じない。そもそも手数料競争に引きずられて、ネット取引の平均手

図2 ネット專業証券の株式委託売買金額（兆円）とネット取引におけるシェア（%）



(注) ネット專業5社はSBI、楽天、松井、マネックス、カブドットコム。專業後発2社はGMOクリック、岡三オンライン。
 (出所) 表1および図1に同じ。

数料水準は現状でも、十分低くなっているのである。その反面、高度なチャートや銘柄スクリーンのツールを提供されても、それを自分で使いこなせない顧客も多い。そうした顧客は、評判を聞いてネット專業証券に口座を開いても、売買しないで不稼働口座になっていることが多いのではないだろうか。

そうした顧客にとっては、ネット取引顧客にも営業担当者を割り当てて、困った時には相談してもらえ、体制を整えてくれた方が頼りになって安心なのではないか。ネット取引では、困った時の対応としてコールセンターを置いているが、それはたいてい通信回線事情が悪くて端末から発注できない状況を想定している。そうではなく、アドバイザーはするが、それは聞かれた時だけに対応する、つまりネット取引と対面取引の中間のような営業体制が求められているのではないか。

4 おわりに

預かり残高からみると、ネット專業証券以外に株式を預けている個人顧客は八割近く存在すると思われる。そうした顧客も手数料の安さに魅力を感じてネット取引の口座を開設するケースが多い。しかし、依然として、ネット取引の二割弱はネット專業証券以外で取引を行っているのである。そうした顧客は、やはり何らかのアドバイザー、あるいはコンサルタントを求めているのである。それは何だろうか。目にみえないが、多くの潜在的なニーズが潜んでいるように思われる。

この顧客層は、対面取引とネット取引のいわば境目にあつて、ネット專業証券の一部も顧客ターゲットの対象にしている。ネット專業証券のビジネスモデルからは、そうした顧客戦略は、これまでとは違った発想が必要のように思われる。事実、こうした多角化戦略にネガティブな業者もいるのである。しかしまた、投信営業に注力

し、金融商品仲介業契約先の開拓に熱心な業者もいるのである。それだけに、そうした顧客層のニーズをいち早く見つけて、これに適した戦略を打ち立てた業者が成功のカギを握ることになるのではないか、と思われる。

注

(1) 純利益ベースではなく営業利益ベースで比較した理由は、純利益は営業外損益や特別損益、法人税等、本業以外の要因で大きく左右される可能性があるからである。そこで、本業の収益力をみる場合には営業利益ベースでみた方が適切である。とりわけ前年度は、上場株となった旧東証株（現JPIX株）を売却して特別利益を出し、当期利益をかさ上げた中小証券が多かったのである。

(にかみ きよし・特別嘱託研究員)

異次元緩和における「二年」の意味

伊豆 久

はじめに

日本銀行が量的金融緩和（以下、QQE）を開始してから、まもなく二年がたつ。QQEではインフレ率二%の達成時期について、「二年程度の期間を念頭に」と明記していたが、この間、インフレ率は二〇一四年四月の一・五%をピークに低下を続け、足元（二月）では〇・五%まで下がっている（生鮮食品、消費税を除く）。二年への到達は、二年後はもちろん、三年後（一六年四月）以降にずれ込む可能性も指摘されるようになった。では、QQEにとって「二年」とはどのような意味があったのだろうか。諸外国のインフレターゲットを見て達成の時期を明示するのは異例であるが、QQEがそこに踏み込んだのはどのような考え方によるのだろうか。また、「二年程度の期間を念頭に」の解釈をめぐっては、日銀の政策委員の間でも見解にかなりの幅がある。⁽¹⁾ 「二年」をめぐる政策委員の議論を紹介することで、QQEの今後を考えてみたい。

1 岩田副総裁の「責任」の明確化による「インフレ期待」転換論

日銀がインフレ目標二%を掲げたのは、実はQQE導入の三ヶ月前であるが、その時には、期限については「できるだけ早期に」としているだけであった（同日の政府との共同声明においても同様、二〇一三年一月二二日）。

二年という具体的な期限が示されたのは同年四月のQ&Eが最初となるが、そこで最も重要な役割を果たしたのは、岩田副総裁の考え方ではなかったかと思われる。

岩田副総裁の着任時の記者会見を見てみよう。副総裁はそこでデフレの脱却に必要な二つの条件を明確に説明している（資料1）。目標達成の期限を切ることに言い訳をしないことである。つまり、「できるだけ早期に」といった曖昧な表現では、いつまでたつても目標を達成できたのかできなかったのか明らかとはならない。となれば、結局何もしないままということが起こりうる。期限を切るからこそ達成未達成が明確になり、責任問題が具体化し、したがって日銀も真剣に仕事をせざるをえなくなる。また、インフレ率には、金融政策だけでなく、供給要因他様々な要因が作用する。しかし、それらを指摘し、「言い訳」をしていたのでは、日銀の責任は明確化されない。副総裁の主旨はそういうことではないかと思われる。

では、なぜ責任の明確化が必要なのか。資料2で副総裁の講演録を見てみよう。責任をともなった強い意思表示、そのもとの大胆な金融政策が人々のデフレ期待をインフレ期待へと転換させることが強調されている。そして、そこでは実際に民間銀行の貸出やマネ

資料1 岩田副総裁就任記者会見要旨（2013年3月21日）より

私は、2%のインフレを達成するため、あるいはデフレを脱却するためには、2つの条件が必要だと思っています。1つは、2%のインフレ目標を大体いつ頃までに責任をもって達成するかということに日本銀行がコミットするということです。これにコミットすることが、非常に大事なことです。大体いつ頃までに達成するかということについては、主要国の中央銀行は、大体「中期的」とか「ミディアムターム」という言葉で表現しています。その「ミディアムターム」というのが実際何年くらいなのか、色々な研究者が調べたところ、大体2年くらいということになっています。平均すると2年くらいでインフレターゲットの中に入っているんで、そういう経験から言っているわけです。

2つ目は、そういう意味で、2年くらいで責任をもって達成するとコミットしているわけですが、達成できなかった時に、「自分達のせいではない。他の要因によるものだ」と、あまり言い訳をしないということです。そういう立場に立っていないと、市場が、その金融政策を信用しないということになってしまいます。市場が金融政策を信用しない状況で、いくら金利を下げたり、量的緩和をしても、あまり効き目がないというのが私の立場です。

（出所）日本銀行ホームページ。以下の資料も同じ。

ーストック（旧マネーサプライ）が増加することは必要とされていない（資料3）。強いコミットメント（約束）のもとでのマネタリーベースの拡大が、市場の期待を転換させ、実際のインフレ率を決定するのである。

すなわち、岩田副総裁が最も重視する政策の波及経路は、△日銀のコミットメント▽△市場からの信認▽△デフレ期待からインフレ期待への転換▽△△実際のインフレ率の上昇▽というものである。日銀のコミットメントが信頼

資料2 岩田副総裁講演録（2013年8月28日）より

金融緩和政策が実際に効果を発揮するためには、2%という物価安定の目標を中央銀行が責任をもって達成するのだという強い意思表示、すなわち「コミットメント」と、それを裏打ちする具体的な行動を伴っていることが何より重要です。

中央銀行がインフレ目標の達成にコミットし、その実現を目指して思い切った金融緩和政策を実施することによって、人々の期待がデフレ予想からインフレ予想に変わり、行動が変わり、経済全体の動きが変わってきます。このことが、政策効果実現の大きな鍵を握っています。

（中略）

「人々の期待に働きかける」という私の説明を聞いて、おまじないのような話だと思われた方もいらっしゃるかも知れません。しかし、金融政策というのは本来、「人々の期待に働きかけること」を通じてその効果を発揮するものなのです。

資料3 岩田副総裁講演録（2013年10月18日）より

市場参加者の予想インフレ率が上昇するのは、日本銀行が2%の物価安定目標の達成を強く約束し、その目的達成のために民間に供給するお金（このお金は現金と金融機関が日銀に預けている当座預金の合計で、「マネタリーベース」と呼ばれます）の量を大幅に増やし続けられれば、将来、銀行の貸出等が増え始め、その結果、世の中に多くの貨幣（貨幣とは現金と預金の合計です）が出回るようになると市場参加者が予想するようになるためです。将来、貨幣が増えれば、その貨幣の一部が物やサービスの購入に向けられるため、インフレ率は上昇するだろう、と予想されるわけです。

ここで重要なことは、銀行の貸出等を通じた貨幣の増加が現に起こっていないとしても、将来の貨幣の増加を見越して、予想インフレ率の上昇が起こり得るという点です。

（中略）

金利や予想インフレ率に影響するのは、中央銀行の金融政策レジームと、そのレジームを前提とした市場参加者の将来の貨幣ストックの予想であって、現在の貨幣ストックではありません。この意味で、「現在の貨幣ストックと物価との間に一対一の関係が成り立つ」という、素朴な貨幣数量説は現実に妥当しないでしょう。しかし、将来の貨幣ストックの経路に関する予想と予想インフレ率の間には密接な関係があり、そうして形成される予想インフレ率が現在のインフレ率を決定するのです。

されなければ、政策は意味をもたない。コミットメントの信頼性を確保するためにこそ責任の明確化、そのための期限の設定が必要不可欠の要件となるのである。すなわち、「岩田理論」にあって目標達成の期限の設定は、単に「できるだけ早期に」を担保するものというより、Q QEを有効ならしめるための必須の要素なのである。

では、その期限はなぜ一年程度でも三年程度でもなく、二年程度に設定されたのだろうか。資料1にあるように、主要国の中央銀行が中期的（ミディアムターム）としているのが、結果的に二年程度であるということが理由のようである。黒田総裁も、就任会見において同様に発言している（資料4）。日本と他国の経済・金融構造の違いはもとより、中央銀行が対外的に表明する言葉の選択において「中期的に」と表現することと「二年」と明示することの間にある違いについても十分な考慮がなされたであろうが、それらよりも、コミットメントへの信頼を高めるべく「二年」という具体的な数字をあえて示すことのメリットが重視されたものと思われる。

2 「二年程度の期間を念頭に」

とはいえ、過去三〇年の日本において、消費者物価指数が二%を超えたのは、ほとんど、原油価格が大幅に上昇した時に限定される。そのような中で、△二年以内に二%を達成するVと約束することには、日銀執行部としても当然、躊躇があったものと思われる。Q QEにおいては、「二年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」という穏当な表現に落ち着いた。「念頭に置く」とは広辞苑によれば「覚えていて心にかける」の意であるから、常識的に解釈す

資料4 黒田総裁就任記者会見要旨（2013年3月21日）より

各国の状況を見ると、物価安定目標の達成に向けて2年程度を一種のタイムスパンと考えている中央銀行が多いようです。そうしたことも十分勘案し、2年程度で物価安定の目標が達成できれば非常に好ましいと思っています。

れば、「二年」は努力目標の一つということになる。

しかしながらQQEでは、マネタリーベースを「二倍」にすることによって、「二年」程度でインフレ率を「二%」にと、重要な数値を「二」に揃える形で政策が組み立てられ、また黒田総裁は、決定時の記者会見においてもそれを強調した。常識的な金融政策論から考えれば、様々な政策目標を特定の数値に揃えることには何の意味もないが、おそらく、市場関係者だけでなく広く国民全体のインフレ期待の転換を図るためには、こうした入りやすさVが有効だと考えられたのではないかと思われる。

つまり、「二年」という数値は、文言上は△努力目標Vにすぎないが、実際にはかなり強い意味を持つ言葉として、両義的な（したがって場合によって使い分け可能な）性格を与えられたと言える。

3 木内委員の反対・修正提案

政策委員会がQQEを決定した際（またその後も引き続き）、一人の政策委員（木内登英委員）が、この期間に関する部分について反対票を投じ、独自の案を提案している（資料5・6）。木内委員の主張は、①目標達成の期限とQQEの実施期間を明確に区別する、②目標達成については「できるだけ早期に」のみとし、二年はQQEの実施期間とする、③QQEについては目標達成まで続けるのではなく二年経過後に見直す、というものであった（木内委員の提案は他の委員全員の反対で否決）。

提案の理由について木内委員は、資料7のように説明している。その意味するところは、「二年程度の期間を念頭に」という言葉は、中央銀行が決定し公表する言葉であり、しかも、過去にも海外にも例を見ない具体的な年限の提示であるから、それを単なる△努力目標Vであるといった解釈で済ませるわけにはいかず、そしてそれ

を達成できる可能性は低いか弊害が多く、日銀の信認を傷つけることにもなりかねない、ということであろう。

4 佐藤委員の賛成理由

他方で、佐藤健裕委員は、別の解釈にもとづき、別の投票行動をとっている。佐藤委員は、Q QEの採決において、（木内委員を除く他の委員と同じく）賛成票を投じているが、それについて、「二年程度の期間というのは、あくまでも念頭に置く努力目標であって、特定の達成期限を示すわけではない」、「できるだけ早期に、という現実的な目標を掲げたが故に」賛成したのだと説明している（資料8）。そして、そもそも、中央銀行が特定の期限を区切って物価を押し上げようとしても、無理であるばかりか弊害が大きいことを指摘している。

つまり、木内委員と佐藤委員は、Q QEに対し

資料5 Q QE対外公表文『量的・質的金融緩和』の導入について (2013年4月4日)より

- ・日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する。
- ・「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。

資料6 木内委員の提案（2013年4月4日）

- ・日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、~~2年程度の期間を念頭に置いて、~~できるだけ早期に実現する。2年程度を集中対応期間と位置付けて、『量的・質的金融緩和』を導入する。
- ・~~「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。~~（削除する）

資料7 木内委員講演録（2013年9月19日）より

このような修正を提案したのは、（1）2%の「物価安定の目標」を2年程度の期間を念頭に置いて達成するには、大きな不確実性がある、（2）そうした中、「量的・質的金融緩和」が長期間にわたって継続するという期待が高まれば、同措置が前例のない規模の資産買入れであるだけに、金融面での不均衡形成などにつながる懸念があるためです。

て反対と賛成に分かれたわけであるが、「二年」の解釈について、木内委員は厳格に解釈して反対し、佐藤委員は努力目標にすぎないと解釈して賛成したのであって、目標達成の期限そのものに対する見方に大きな違いはないように思われる。

このように、日銀政策委員会内部において、二年程度でのインフレ率2%の達成について、岩田副総裁のようにそれを政策効果に直結する極めて重要な要素として厳格に考える立場と、木内・佐藤委員のように柔軟に考える立場が両端にある。QQE以来、黒田総裁は、岩田副総裁に近いと思われるもののその発言は慎重で、真意は計りかねるといった状況が続いていた。ところが昨年一〇月に発表された追加緩和によって、黒田総裁の、「二年」への強い意思が明らかとなったのである。

5 追加緩和の衝撃

昨年一〇月、日銀は、保有長期国債の買い増し額を従来の年間五〇兆円から八〇兆円に引上げるなどの追加緩和策を発表し、市場に大きな衝撃を与えた。追加緩和が必要とされた理由を見てみよう（資料9）。

そこでは、原油価格の下落がインフレ率の低下をもたらし、それによってインフレ期待の転換が遅れる可能性があることが指摘されている。しかし、公表

資料8 佐藤委員記者会見要旨（2014年12月4日）より

昨年4月の「量的・質的金融緩和」開始時の対外公表文では、本行が2年程度の期間を念頭においてできるだけ早期に「物価安定の目標」を実現するというコミットしたわけです。私の理解では2年程度の期間というのは、あくまでも念頭に置く努力目標であって、特定の達成期限を示すわけではないと考えています。むしろ、できるだけ早期に、という現実的な目標を掲げたが故に、私としては昨年の4月に「量的・質的金融緩和」に賛成票を投じたのであって、そもそも2年での達成ということコミットすることに同意したわけではありません。先程の繰り返しになりますが、特定の期限を区切って中央銀行が物価の押し上げを狙おうとしても効果は一時的に止まる可能性が高いと思いますし、そこでさらに物価を押し上げようとするれば、一段の金融緩和を繰り返すことになり、結局は長い目でみて、中央銀行の物価安定に向けた信認が問われることになると思います。

文が認める通り、原油安は日本経済にプラスに作用し、中長期的には景気、物価を引き上げる効果がある。しかも、原油価格が底を打てば、その物価（対前年同月比）への効果は一二月後には消えてしまうのである。

確かにQQEは「上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」ことを明記していたが、他方で黒田総裁は「戦力の逐次投入はしない」旨の発言を繰り返してきた。そうしたなかで、マイナス効果は一年で消え、中長期的には確実なプラス効果が期待できる外的環境の変化に対して、追加緩和に踏み切ったわけである。

この追加緩和の発動によって、二％を達成できないのは原油安という外部要因のせいであるといった「言い訳」を否定し、二年という期限を切ることによる責任の明確化を重視する岩田副総裁の考え方は、やはり、黒田総裁にも共有されているのであり、となると、今後もインフレ率が伸び悩むたびに、それがいかに一時的なものでありまた日銀にコントロール不可能な要因によるものであっても、さらなる追加緩和が発動されるのではないか、との思惑が市場関係者の間に広がったのである。

6 追加緩和への反対の理由

この追加緩和の決定においては、九名の政策委員のうち四名が反対票を投じている。議事要旨によると、反対理由は、①経済・物価の基本的な前向きなメカニズムは維持されている、②追加緩和の効果は副作用に見合わない、③追加緩和の限界的な押し上げ効果は大きくない、④MM

資料9 QQE2対外公表文「『量的・質的金融緩和』の拡大」 (2014年10月31日)より

原油価格の下落は、やや長い目でみれば経済活動に好影響を与え、物価を押し上げる方向に作用する。しかし、短期的とはいえ、現在の物価下押し圧力が残存する場合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクがある。

Fの運用難、金融機関の収益低下をもたらす、⑤国債市場の流動性を損ない、財政ファイナンスと見なされかねない、⑥円安の悪影響が懸念される、⑦月々の消費者物価の前年比に逐一反応すべきではない、⑦帰属家賃を除いた指数でみると物価は二％程度に達している、⑧目標は中長期的に達成すべきものであり二年程度に過度にこだわるべきではない、といったものであった。

そして、反対票を投じた委員の講演録を読むと、実は、反対の背景には、追加緩和の効果は小さいのではないかという直接的な理由にとどまらず、そもそも「物価安定の目標」の達成とはどのような状態を指すのかをめぐる見解の相違もあるように思われる。

7 木内委員・佐藤委員の物価目標論

資料10に掲げているのは、木内委員のQQE前の記者会見での発言であるが、ここでは、一時的に物価だけをあげても持続性がなければ意味がなく、政府や企業の実力による生産性の上昇が不可欠であることが強調されている。

また、資料11の佐藤委員の講演録では、そもそも物価目標（インフレーターゲット）というものが、「二％をピンプointで達成すること」ではなく「二％を『安定的に達成』すること」を目指すものであり、ここでは二％に「上下に一定程度の変動が許容される幅（アローアンス）があると考えるのが自然」であり、かつ、その範囲内で物価上昇率が安定する「見通しが立てば」、QQEは成功なのである、との認識が示されている。

物価が、生産性や輸入一次産品価格など供給側の要因によっても大きく左右されること、また、金融政策の波及にはタイムラグが生じることなどを考えれば、一時的であることが明らかかな要因に逐一対応することが適切で

資料10 木内委員記者会見要旨（2013年2月28日）より

拙速に物価を目標値に近づけていくというのは、私どもが掲げている「物価安定の目標」ではないということです。私どもが目指しているのは、あくまでも長い目で見た経済の安定と発展ということです。物価の安定というのは非常に重要ですが、仮に短期間で物価を非常に押し上げることができたとしても、例えば物価が上がって賃金が上がらないという状況になると、それは結局、所得環境を悪化させ、消費を悪化させて、2%を比較的短期間で達成できたとしても、長い目で見ればそれは一時的でしかない、ということになります。そういう点で考えると、物価を機械的に誘導するのではなく、成長力の強化、特に生産性が高まるということが重要で、これについては日本銀行も努力し、政府あるいは企業の各主体の努力の累積によって実現していくものだと思っています。

資料11 佐藤委員講演録（2013年7月22日）より

私は、「物価安定の目標」について次のように理解している。一般にインフレ目標政策とは柔軟な金融政策の枠組みであり、インフレ目標導入国でも、目標の達成・未達により機械的に政策を変更するような運営はなされていない。こうしたインフレ目標政策についての理解は同様の枠組みを採用する中央銀行の間で既に共有されている。同様に、2%の「物価安定の目標」を掲げる日本銀行の金融政策の枠組みも柔軟なものであり、2%をピンポイントで達成することを目指すものではなく、2%を「安定的に達成」することに主眼を置いたものと私自身は理解している。

ここで「安定的に達成」することの意味だが、金融政策の効果波及までのラグや不確実性を勘案すれば、そもそも2%ピンポイントで物価を安定させることは不可能で、上下に一定程度の変動が許容される幅（アローアンス）があると考えるのが自然であろう。アローアンスをどの程度みるかは政策委員間で多少見解の相違があるかもしれないが、私自身は2%を中央値としてある一定の範囲内で物価上昇率が安定する見通しが立てば、「量的・質的金融緩和」の主要な目的は達成できたと評価できるのではないかと考えている。日本のインフレ率のトラックレコードを勘案すると、インフレ期待が早々に高まらない限り、2年程度で2%の「物価安定の目標」をピンポイントで達成する可能性は必ずしも高いとは言えない。しかし、「物価安定の目標」があくまでもこうした一定のアローアンスをもった柔軟な枠組みと考えるのであれば、目標はリーズナブルであるし、達成も可能であろう。

ここで強調しておきたいのは、「量的・質的金融緩和」で目指しているのは、日本銀行法にある「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」である。具体的には、単純に物価だけが上昇するのではなく、全般的な経済状況が改善するなかで、投資や消費が伸び、企業収益が増大し、雇用・所得環境が改善するなかでバランス良く物価も上がっていく好循環を作り出していくことを日本銀行は目指している。2%というインフレ率を表面的に実現するために「国民経済の健全な発展」を犠牲にすることがあってはならない。

ないのは明らかである。しかし、こうした考え方は、追加緩和を決定した二〇一四年一〇月時点の政策委員会で少数派だったのである。

おわりに

しかしながら、その後も原油価格の下落、インフレ率の低下が続いたことから、日銀を取り巻く環境はまた大きく変化した。

日銀は、今年一月二日の政策委員会において、二〇一五年度の物価見通しを昨年一〇月時点の予想である一・七％（政策委員の見通しの中央値。生鮮食品・消費税を除く）から一・〇％へと大幅に引き下げたが、にもかかわらず、Q QEのさらなる拡大を行うことはなかった。その際の記者会見において、黒田総裁は、大幅な原油安によるインフレ率のさらなる低下の可能性を認めつつも、原油安がもたらす中長期的なプラス効果を強調している。一〇月の追加緩和の際とは力点の置き方が逆になったのである。また、「一次産品市況が下がったからといって二％の目標は達成しなくていいとか、そういうことにはならない」とし、達成期限については「二〇一五年度を中心とする期間』であってそこに変更はないとしつつも、「二〇一三年四月に導入したので、二〇一五年四月に二％になるとか、ならないと言ったことは全くありません」と、「二年」については柔軟に考えることを示唆した。

そして同時に政府から重要な方針変更が発表された。

一月の『月例経済報告』において、安倍内閣発足以来一貫して用いられてきた物価安定達成の時期に関する「できるだけ早期に」という文言が削除され、代わって「経済・物価情勢を踏まえつつ」が挿入された。つまり、

一二月までの「日本銀行には、二％の物価安定目標をできるだけ早期に実現することを期待する」が、「日本銀行には、経済・物価情勢を踏まえつつ、二％の物価安定目標を実現することを期待する」に変更されたのである。さらに甘利経済財政担当大臣が一月二七日の記者会見で「政府も日銀も厳格な期限をコミットしているわけではない」と発言している。

これまで、安倍内閣は、QQEを非常に高く評価してきたわけであるが、ここに来て、さらなる追加緩和を実施しても、弊害を上回る効果を期待できないと判断したということであろう。特に、追加緩和がもたらす以上の円安が、中小企業や家計に与えるダメージ、そしてそれが春の統一地方選挙に及ぼす影響が心配されたのではないかと思われる。

黒田総裁のパワールの源泉の一つは、政府・与党からの強い支持であったわけであるから、就任後は独立性（五年の任期）が保証されているとはいえ、政府自身のこうした転回は、その政策判断に一定の影響を及ぼさざるをえないであろう。

日本銀行では、黒田新体制発足以降これまで、理論的な拠り所としては岩田副総裁の考え方が重視されてきたように思われるが、これからは木内委員・佐藤委員の考え方に少しずつウエイトを移動させることになるのではないだろうか。

注

(一) 政策委員会は、日本銀行の最高意思決定機関。総裁一名、副総裁二名、審議委員六名の計九名の政策委員で構成される。委員会の会議は二種類あり、△金融政策決定会合▽において金融調節関連事項の、△通常会合▽において他の業

務全般の基本方針を、一人一票の単純多数決で決定する。△金融政策決定会合▽については、概ね一ヶ月後に議事要旨が、十年後に議事録が公表される。政策委員（総裁、副総裁を含む）は、国会の同意を経て内閣が任命し、五年の任期期間中は自らの意思に反して解任されることはない。

(い) ず ひさし・客員研究員)

欧州HFTの実情

ESMAのデータ分析

吉川 真裕

アメリカでは二〇一四年三月にマイケル・ルイスがハイ・フリークエンシー・トレーディング (HFT) を批判した著書『フラッシュ・ボーイズ』を公開し、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⁽¹⁾。二〇一二年にはカナダ、二〇一三年にはオーストラリアで監督機関による分析がおこなわれているが、ヨーロッパ諸国についてはいくつかの市場に関するアカデミックな分析があるだけで監督機関による分析は公表されてこなかった⁽²⁾。二〇一四年二月一七日、欧州連合 (EU) の証券取引監督機関である欧州証券市場監督局 (European Securities and Markets Authority) が改訂金融商品市場指令 (Markets in Financial Instruments Directive II) での規制導入にかかわってESMA経済報告一号という名目でEU九カ国の株式市場のHFTに関する報告書を公表した⁽³⁾。欧州議会が決議した〇・五秒以内での注文取り消しの禁止は改訂金融商品市場指令に盛り込まないことが欧州委員会や経済・財務相理事会との間で合意されたと伝えられているが、ドイツが導入したプログラム売買利用者の登録制等のHFT規制については導入の可能性は残されている。

以下では、ESMAが公表した報告書のデータを用いてヨーロッパ諸国の株式市場におけるHFTの実情の一部を紹介する。

1 分析データ

ESMAの報告書で用いられているデータはEU加盟九カ国の一二の取引市場での注文・取り消し・約定にかかわる会員業者別データで、最終投資家はわからないものの、注文を取り次いだ会員業者は特定可能というものであり、カナダの監督当局（IIROC）やアメリカの商品先物取引委員会（CFTC）が保有する最終投資家別データほど厳密なものではないが、通常利用される発注業者の区別のないデータよりは質の高いものである。ただし、分析対象は合計一〇〇銘柄の株式であり、分析対象期間も二〇一三年五月の一カ月間に限られており、銘柄選択と分析期間に結果が依存している可能性は排除できない。

分析対象の選択に当たっては、トムソン・ロイター・データストリーム・リストにあるヨーロッパ株価指数を構成する三〇カ国の二五七九銘柄からEU加盟九カ国の一六一九銘柄（図表1）に絞った上で、①二〇一二年九月の売買高一億ユーロ以上、または②売買高一〇〇万ユーロ以上かつ主市場取引比率が九〇%以下、という基準で一三二七銘柄を選び出し、売買代金・時価総額・主市場取引比率で各国市場を反映するように最低五銘柄・最大一六銘柄という基準で一〇〇銘柄（図表2）を選んだと報告書の補論4で説明されている。国別ではイギリス・フランス・ドイツから一六銘柄、オランダから一三銘柄、スペインから一二銘柄、イタリアから一一銘柄、ベルギーから六銘柄、アイルランドとポルトガルから五銘柄が選ばれているが、この比率に関する説明は不十分であり、売買代金や時価総額からは大きく乖離している感が免れない。さらに、フランスとオランダに関しては図表1のユニバースの段階でそれぞれ四〇銘柄と五〇銘柄しか対象に含まれておらず、五四三銘柄をユニバースとするイギリスと同種のことを標本として選んでいるのかどうか疑問が残る（ただし、図表2が示す選ばれた標本の統計量ではフランスやオランダとイギリスの間で大きな違いは見られない）。

図表1 ユニバースとなった株式の時価総額

Market value of EU stocks considered							C.1	
Country	Number	Mean	Min	Q1	Median	Q3	Max	
BE	90	2,298	64	154	372	892	105,875	
DE	248	4,869	117	297	744	4,001	93,075	
ES	248	4,228	144	260	631	2,298	68,411	
FR	40	1,131	1	52	386	1,336	7,080	
IE	159	2,214	71	170	480	1,389	63,853	
IT	119	3,716	0	31	343	2,164	98,566	
NL	50	899	4	20	67	579	10,025	
PT	122	3,358	5	65	282	1,826	60,837	
UK	543	4,182	0	300	725	2,243	139,507	
Total	1,619	3,723	0	213	591	2,125	139,507	

Note: Market value in EUR mn as of September 2012.
Sources: Thomson Reuters Datastream, ESMA.

図表2 標本株式の統計量

Sample stocks statistics									C.7	
Country	Value traded (EUR mn)			Market Cap (EUR bn)			Fragmentation Index			
	Avg	Max	Min	Avg	Max	Min	Avg	Max	Min	
All sample	33.7	611.3	<0.1	8.7	122	<0.1	0.4	0.7	0	
BE	45.7	357.1	0.3	24.3	122	0.8	0.4	0.7	<0.1	
DE	37.1	611.3	<0.1	8.2	73	<0.1	0.3	0.7	0	
ES	42.8	526	2.6	9.6	41.8	0.7	0.3	0.5	<0.1	
FR	34.8	497.2	<0.1	7.5	58	0.1	0.4	0.7	0	
IE	5.3	184.7	<0.1	3.6	8.1	<0.1	0.2	0.6	0	
IT	33.1	300.7	<0.1	6.5	28.2	0.3	0.2	0.6	0	
NL	37.3	350.5	0.3	7.7	51	0.4	0.4	0.7	0.1	
PT	17.2	143.1	<0.1	5.3	11.4	2	0.3	0.6	0	
UK	29.2	290.2	0.1	8.5	71.2	0.4	0.5	0.7	0.1	

Note: Monthly average, minimum and maximum for May 2013. For the fragmentation index a value of 0 indicates no fragmentation (all trading is on one venue), whereas higher values indicate that trading is fragmented across several trading venues.
Source: ESMA.

2 HFT比率

HFTの取引比率として通常報じられているのは調査会社による推定値であり、投資家別のデータを持たない調査会社はHFTと特定した投資家の取引の比率を計算して推定しており、ESMAの報告書はこの推計方法をHFTフラグ・アプローチ（あるいは直接的アプローチ）と呼んでいる。他方、投資家別のデータを持たない研究者等は注文・取り消しのパターンからHFTの取引を推計しており、ESMAの報告書はこの推計方法を発注ライフタイム・アプローチ（あるいは間接的アプローチ）と呼んでいる。二〇一三年五月における標本一〇〇銘柄の取引においてHFTが占める比率はHFTフラグ・アプローチによれば取引金額で二四％、取引件数で三〇％、発注件数で五八％であった。他方、発注・取り消し注文の一〇％が一〇〇ミリ秒（〇・一秒）未満である銘柄についてのすべての注文をHFTとみなす発注ライフタイム・アプローチではHFTの取引金額は四三％、取引件数は四九％、発注件数は七六％であり、両者の違いはそれぞれ一九％、一三％、一八％であった。HFTフラグ・アプローチではHFT業者のHFT以外の注文も含まれる一方、HFTとはみなされない大手業者（インベストメント・バンク）によるHFTに近い自己勘定の注文を含まず、発注ライフタイム・アプローチではインベストメント・バンクのHFT以外の注文も含まれるという点で一長一短であり、HFTフラグ・アプローチの値を下限推計値、発注ライフタイム・アプローチの値を上限推計値とESMAの報告書は解釈している（定義は不明だが、HFT業者以外をインベストメント・バンクとその他業者に報告書は分類している）。HFTフラグ・アプローチと発注ライフタイム・アプローチによる推計値の違いは後で見るとようにインベストメント・バンクによるHFTに近い注文と委託注文を含めた注文の存在にかかっており、インベストメント・バンクによるHFT活動をどのようにとらえるかということがESMAの報告書では強く意識されている。

3 取引市場による違い

ESMAの報告書の特徴はHFTフラグ・アプローチと発注ライフタイム・アプローチを併用したと九カ国で一二の異なる市場を同じデータを用いて分析したところにある。

九カ国の一二市場（イギリスはロンドン証券取引所、BATS、カイエックス、ターコイズの四市場）に分けてみると、HFTの取引金額比率が高いのはHFTフラグ・アプローチではBATSとカイエックスの四〇%、ターコイズの三四%、イタリアの二五%、オランダの二四%、発注ライフタイム・アプローチではターコイズの六三%、BATSの六〇%、カイエックスの五六%、オランダとベルギーの四八%、フランスの四五%であった（図表3）。他方、HFTの取引件数比率が高いのはHFTフラグ・アプローチではBATSの四四%、カイエックスの四〇%、ターコイズの三五%、フランスの三〇%、発注ライフタイム・アプローチではターコイズの六五%、BATSの六三%、カイエックスの五八%、オランダの五四%、フランスの五一%、ベルギーの五〇%であった（図表3）。さらに、HFTの発注件数比率が高いのはHFTフラグ・アプローチではBATSの七六%、ターコイズの七三%、カイエックスの五九%、発注ライフタイム・アプローチではアイルランドの八七%、BATSの八五%、ターコイズの八四%、カイエックスの八〇%、オランダの七七%であった（図表3）。

これらの値を比較すればどの比率でも主市場ではないBATS、カイエックス、ターコイズの三市場の値が大きいことは明らかであるが、伝統的な取引所では規模の大きなロンドン証券取引所ではなく、オランダ・ベルギー・フランス（いずれもユーロネクスト傘下）で値が大きいことは意外であった。このうち、オランダとフランスについては銘柄選択ユニバースの段階で大型株だけが対象となっていたために取引対象が偏っていたことによる影響もあるのではないかと懸念される。

図表 3 市場別HFT比率

Overview of HFT activity - HFT flag and lifetime of orders						C.11
Trading venue	Value traded		Number of trades		Number of orders	
	HFT flag	Lifetime of orders	HFT flag	Lifetime of orders	HFT flag	Lifetime of orders
All venues	24	43	30	49	58	76
BATE	40	60	44	63	76	85
CHIX	40	56	40	58	59	80
MTAA	25	20	26	18	51	34
TRQX	34	63	35	65	73	84
XAMS	24	48	28	54	53	77
XBRU	18	48	23	50	38	64
XDUB	8	19	9	28	43	87
XETR	21	35	24	35	33	63
XLIS	11	40	17	45	31	65
XLON	21	32	26	35	44	56
XMCE*	0	32	0	29	0	46
XPAR	21	45	30	51	50	70

Note: Figures are weighted by value of trades (value traded), number of trades and number of orders, in %. For trades on UK stocks, value traded has been converted to EUR using end-of-day exchange rates.

BATE=BATS, CHIX=Chi-X MTAA= Borsa Italiana, TRQX=Turquoise, XAMS=NYSE Euronext Amsterdam, XBRU=NYSE Euronext Brussels, XDUB=Irish Stock Exchange, XETR=Deutsche Boerse AG, XLIS=NYSE Euronext Lisbon, XLON=London Stock Exchange, XMCE=Mercado Continuo Español, XPAR=NYSE Euronext Paris.

*No HFT firms were direct members of XMCE during the observation period. Therefore no HFT activity is reported for XMCE under the HFT flag approach.

Source: ESMA.

図表 4 市場別インベストメントバンク比率

Investment banks - total and HFT activity						C.15
Trading venue	Value traded		Number of trades		Number of orders	
	Total activity	HFT activity	Total activity	HFT activity	Total activity	HFT activity
All venues	61	22	59	23	39	19
BATE	55	25	52	25	24	12
CHIX	55	22	55	23	39	23
MTAA	42	10	39	7	39	9
TRQX	64	34	62	34	26	13
XAMS	65	25	60	26	45	24
XBRU	75	30	69	26	61	26
XDUB	20	10	29	15	24	22
XETR	67	20	62	19	54	24
XLIS	58	29	58	28	65	35
XLON	73	16	69	16	50	14
XMCE	59	22	62	20	70	27
XPAR	71	24	62	20	50	20

Note: Figures are weighted by value of trades (value traded), number of trades and number of orders, in %.

BATE=BATS, CHIX=Chi-X MTAA= Borsa Italiana, TRQX=Turquoise, XAMS=NYSE Euronext Amsterdam, XBRU=NYSE Euronext Brussels, XDUB=Irish Stock Exchange, XETR=Deutsche Boerse AG, XLIS=NYSE Euronext Lisbon, XLON=London Stock Exchange, XMCE=Mercado Continuo Español, XPAR=NYSE Euronext Paris.

Source: ESMA.

4 インベストメント・バンクのHFT活動

発注ライフタイム・アプローチによってHFTと特定された注文（HFT活動）の発注者を調べると、ヨーロッパでは（注文件数を除いて）HFT業者に匹敵する取引をインベストメント・バンクがおこなっていることが明らかとなった（図表4、図表5）。そこで、ESMAの報告書ではHFTフラグ・アプローチと発注ライフタイム・アプローチを組み合わせて、HFT業者、インベストメント・バンク、その他業者のそれぞれについてHFT活動と非HFT活動に分けて取引金額比率、取引研究比率、注文件数比率を紹介している（図表5）。

インベストメント・バンクのHFT活動には顧客の委託注文も含まれることになるので過大推計になることは明らかであるが、HFT業者には分類されないインベストメント・バンクがヨーロッパではかなりのHFT活動をおこなっていることが今回初めて明らかとなった（ただし、データの関係からこれまでインベストメント・バンクという分類を用いた分析は存在しない）。

図表5 HFT活動と非HFT活動

HFT and non-HFT trading activity by HFT firms, investment banks and other firms			C.16	
		Value traded	Number of trades	Number of orders
HFT firms		24	30	58
<i>Thereof</i>	<i>HFT activity</i>	19	25	55
	<i>Non-HFT activity</i>	5	5	3
Investment banks		61	59	39
<i>Thereof</i>	<i>HFT activity</i>	22	23	19
	<i>Non-HFT activity</i>	39	36	20
Other firms		15	12	3
<i>Thereof</i>	<i>HFT activity</i>	2	2	1
	<i>Non-HFT activity</i>	13	10	2

Note: Figures are weighted by value of trades (value traded), number of trades and number of orders, in %.
Source: ESMA.

5 コロケーション

コロケーション (Colocation) とは取引市場が会員業者に対して注文執行をおこなうコンピュータの近くに注文発注サーバーの設置を有料で提供するサービスを指し、契約会員業者間で有利・不利の差が出ないように接続コードの長さを同じにしていると報じられている。取引市場がコロケーション・サービスを提供しなければ取引市場のサーバーの近くの場所をめぐって競争が生じ、隣接地の独占が生じる懸念があり、隣接地の所有者に取引市場の監督機関が命令を下す権限が不透明なことから、HFT活動がおこなわれている取引市場のほとんどでコロケーション・サービスが提供されている (ESMAの報告書によればスペインでは取引所がコロケーション・サービスを提供しておらず、HFT業者も特定していないため、HFTフラグ・アプローチによるHFTはゼロとされている。図表3参照)。HFT活動では接続コードの長さが問題になるくらいであるから、HFT活動をおこなう業者はコロケーション・サービスを利用しているものとみられ、コロケーションを通じた注文がすべてHFT活動に伴うものと考えられがちであるが、ESMAの報告書ではHFT業者によるコロケーション・サービスの利用を調べた結果、コロケーションを通じた注文をHFT活動の代理変数とすることに疑問を呈している。ESMAの報告書によればコロケーション・サービスの利用者による取引比率は取引金額で七五%、取引件数でも七五%、発注件数では九二%を占めるものの、コロケーション・サービスの利用者を分類すると、HFT業者が三五%、インベストメント・バンクが四四%、その他業者が二一%であり、HFT業者の八〇%、インベストメント・バンクの三七%、その他業者の九%は少なくとも一つのコロケーション・サービスを利用していったという。しかし、この数字ではHFT業者の二〇%、インベストメント・バンクの六三%は全くコロケーション・サービスを利用していないということでもある。

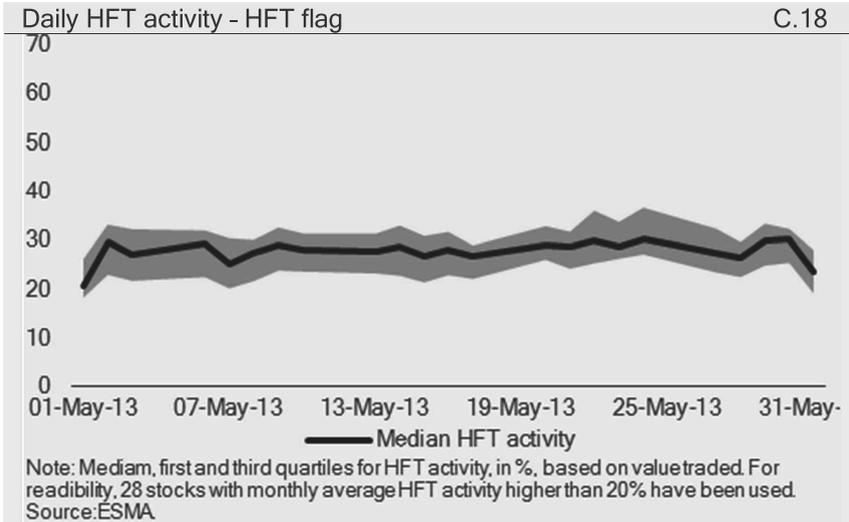
6 HFT活動のパターン

二〇一三年五月におけるHFT取引比率の日々の推移をみると、HFTフラグ・アプローチでは日中の取引金額の比率は中位値二二%から三〇%（平均二四%）で安定しているが、発注ライフタイム・アプローチでは中位値三一%から五二%（平均四三%）で中位値は比較的安定しているものの、ばらつきは大きい（図表6、図表7）。さらに、HFT取引比率の日中の変動パターンをみると、HFTフラグ・アプローチでは寄り引けの値が低いが、発注ライフタイム・アプローチでは引けの値はそれほど低くはない。そして、日中の取引量の変動が大きい日にはHFTフラグ・アプローチと発注ライフタイム・アプローチで取引金額比率に開きが大きい（図表8、図表9）。

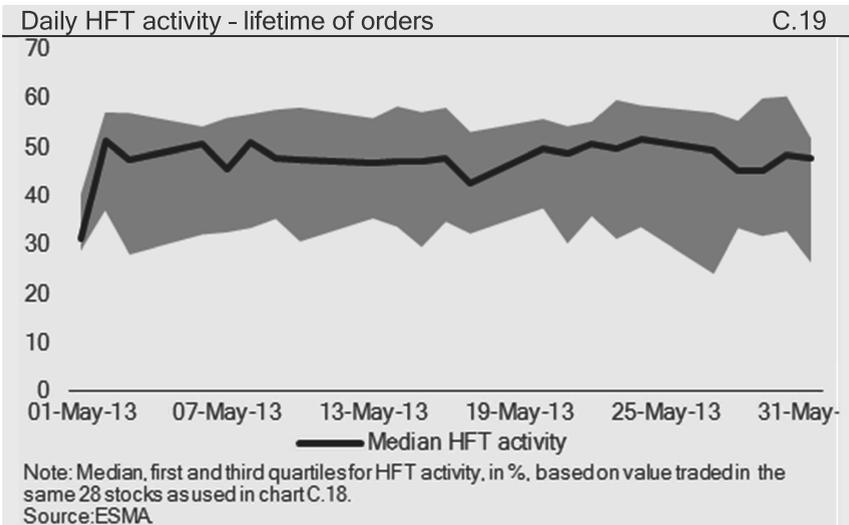
そこで、HFT活動の少ない寄り引けのオークションにおけるHFTの比率を調べてみると、HFTフラグ・アプローチでは取引金額で三%、取引件数でも三%、発注ライフタイム・アプローチでは取引金額で三二%、取引件数で二九%であり、寄り引けのオークションを除いたザラバでのHFTの比率はHFTフラグ・アプローチでは取引金額で二八%（寄り引けを含めた比率二四%）、取引件数で三〇%（寄り引けを含めた比率二〇%）、発注ライフタイム・アプローチでは取引金額で四五%（寄り引けを含めた比率四三%）、取引件数で五〇%（寄り引けを含めた比率五〇%）と寄り引けを含めたHFT比率よりも値は若干大きいことが分かる。

HFT活動を把握するためには、通常HFT業者とはみなされないインベストメント・バンクのHFT活動を含めるのかどうかで比率の水準が異なることが明らかになったが、この違いは委託注文やポジション調整のための取引が多く含まれる可能性の高い寄り引けにおいて顕著になるので、ESMAの報告書がこのように解釈しているわけではないが、寄り引けを含めた場合よりも若干数値の大きい寄り引けを除いた比率の方がHFTの活動水準としてふさわしいのではないかと考えられる。

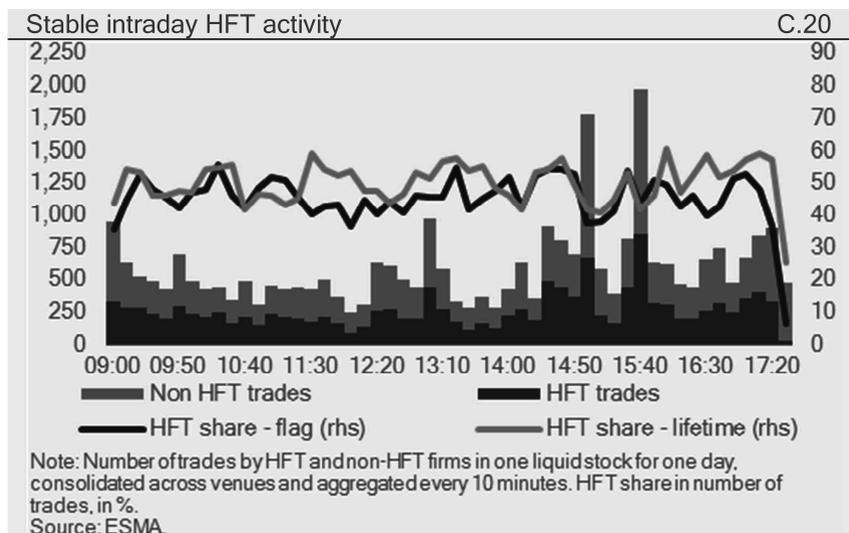
図表6 HFT活動の日中パターン；HFTフラグ



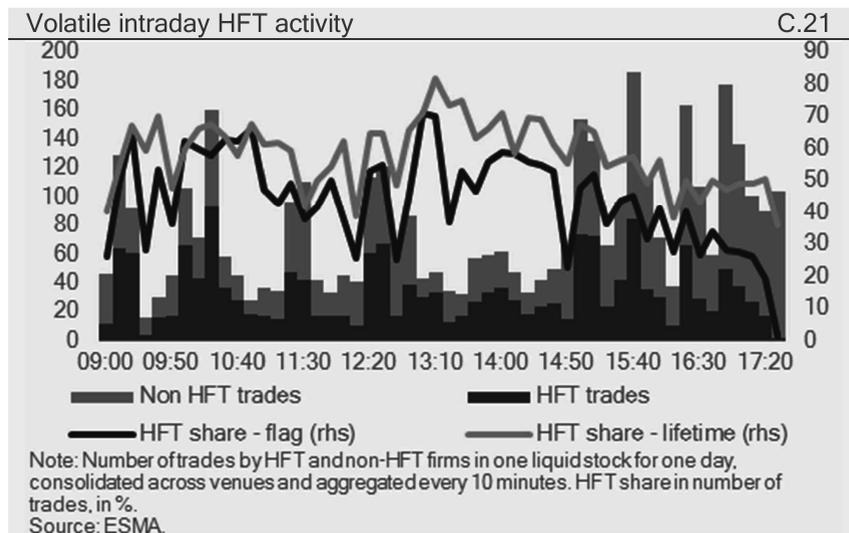
図表7 HFT活動の日中パターン；発注ライフタイム



図表8 安定した日中のHFT活動



図表9 不安定な日中のHFT活動



注

- (1) Michael Lewis, "FLASH BOYS," March 31, 2014, Allen Lane (ISBN-10: 0241003636, ISBN-13: 978-0241003633). 邦訳『ケル・ルイス『フラッシュ・ボーイズ―一〇億分の一秒の男たち』、文芸春秋、二〇一四年一〇月一〇日 (ISBN 978-4-16-360141-1)』.
- (2) Investment Industry Regulatory Organization of Canada, "The HQT Study - Phase I and II of IIROC's Study of High Frequency Trading Activity on Canadian Equity Marketplace," 2012 (http://www.iiroc.ca/Documents/2012/603dbb44-9032-4c6b-946e-6f2bd6c74e23_en.pdf). Australian Securities & Investments Commission, "Dark Liquidity and High-Frequency Trading," Report 331, 2013 (<http://download.asic.gov.au/media/1338878/info178-published-15-January-2014.pdf>). アメリカの株式HFTに関しては、拙校「米国HFTの実情とSECのMIDASレーダー」本誌一六八二号(二〇一四年二月)、「米国HFTの実情とSECのMIDASレーダー」本誌一六八四号(二〇一四年六月)を参照。
- (3) ESMA, "ESMA report looks into extent of HFT activity in EU equity markets," 17 December 2014 (<http://www.esma.europa.eu/news/ESMA-report-looks-extent-HFT-activity-EU-equity-markets?t=326&o=home>). ESMA, "High-frequency trading activity in EU equity markets," ESMA Economic Report Number 1, 2014 (http://www.esma.europa.eu/system/files/esma20141_hft_activity_in_eu_equity_markets.pdf).

(よしかわ まゆひろ・客員研究員)

金融緩和と国債市場

金利変動に対する金融機関の取引スタイルの変化

志馬 祥紀

1 はじめに

日本銀行が黒田総裁の下、大規模な金融緩和政策を実施（二〇一三年四月）してから二年近くが経過した。この間、追加的な金融緩和が実施（二〇一四年一〇月）されるなど、新政策の方向性はその成果を問われる正念場を迎えている。

こうした金融政策の変更の際し、わが国証券市場において金融機関はどのように対応しているのだろうか。金融政策の変更に対する金融機関の対応状況（国債や株式等有価証券の取引）について、筆者は過去複数回報告を行ってきた。

本稿では金融機関の対応に関する一連の報告の延長として、国債市場における金融機関の取引状況、とりわけ金利変動に対する国債取引（購入、売却）行動に注目した分析を行う。具体的には、金融機関の取引スタイルの状況、そして当該スタイルの金融政策の前後における変更の有無について分析する。

2 日本銀行の金融緩和と政策

(1) 二〇一三年四月の発表内容

日本銀行は二〇一三年四月四日、以下の新しい金融政策内容を発表した。

まず、消費者物価上昇率2%を物価安定の目標として、二年程度の期間を念頭に、早期実現のため、「量的・質的金融緩和」を導入する。「量的・質的金融緩和」では、マネタリーベース及び長期国債・ETFの保有額を二年間で二倍に拡大、長期国債買い入れの平均残存期間を二倍以上に延長するなど、量・質ともに次元の違う金融緩和を実施する。具体的項目は以下のとおり。

① マネタリーベース・コントロールの採用

量的な金融緩和を推進する観点から、金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更し、金融市場調節方針を「マネタリーベースが、年間約六〇〇七〇兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」こととする。

② 長期国債買い入れの拡大と年限長期化

イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、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い入れを実施する。また、長期国債の買い入れ対象を四〇年債を含む全ゾーンの国債とした上で、買い入れの平均残存期間を、三年弱から国債発行残高の平均並みの七年程度に延長する。

③ ETF、CDOの買い入れの拡大

資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETF及び「CDO」の保有残高が、それぞれ年間約一兆円、年間約三〇〇億円に相当するペースで増加するよう買い入れを実施する。

④ 「量的・質的金融緩和」の継続

なお、日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

(2) 二〇一四年一〇月の発表内容（一〇月三十一日）

日本銀行は二〇一四年一〇月三十一日、追加的な金融緩和政策として、以下の内容を発表した。

① 日銀の現状認識

日本銀行は経済の現状認識として、以下の内容を示した。

「わが国経済は、基調的には緩やかな回復を続けており、先行きも潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。ただし、物価面では、このところ、消費税率引き上げ後の需要面での弱めの動きや原油価格の大幅な下落が、物価の下押し要因として働いている。このうち、需要の一時的な弱さはすでに和らぎはじめているほか、原油価格の下落は、やや長い目でみれば経済活動に好影響を与え、物価を押し上げる方向に作用する。しかし、短期的とはいえ、現在の物価下押し圧力が残存する場合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクがある。日本銀行としては、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するため、ここで「量的・質的金融緩和」を拡大することが適当と判断した。」

② 対応措置

次に、具体的な対応措置として、以下の内容を発表した。

(A) マネタリーペース増加額の拡大

マネタリーペースが、年間約八〇兆円(約一〇〇兆円追加)に相当するペースで増加するよう金融市場調節を実施する。

(B) 資産買い入れ額の拡大及び長期国債買い入れの平均残存年限の長期化

① 長期国債の買い入れ額拡大策として、日本銀行の保有残高が年間約八〇兆円(約三〇兆円追加)に相当するペースで増加するよう買い入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。

② 買い入れの平均残存期間を七年〜一〇年程度に延長(最大三年程度延長)。

(C) ETF、J-REITの買い入れ額拡大

ETF及びJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約三兆円(三倍増)、年間約九〇〇億円(三倍増)に相当するペースで増加するよう買い入れを行う。また、新たにJ-PX日経四〇〇に連動するETFを買い入れの対象に加する(CP等、社債等については、それぞれ約二・二兆円、三・二兆円の残高を維持する(従来通り))。

以上の具体的な政策内容を示した上で、日本銀行は今後の方針として、二%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う旨を発表した。

3 金融政策発表前後の金融市場動向

本節では、これら二度にわたる日本銀行の政策発表を受けた金融市場の状況について述べる。

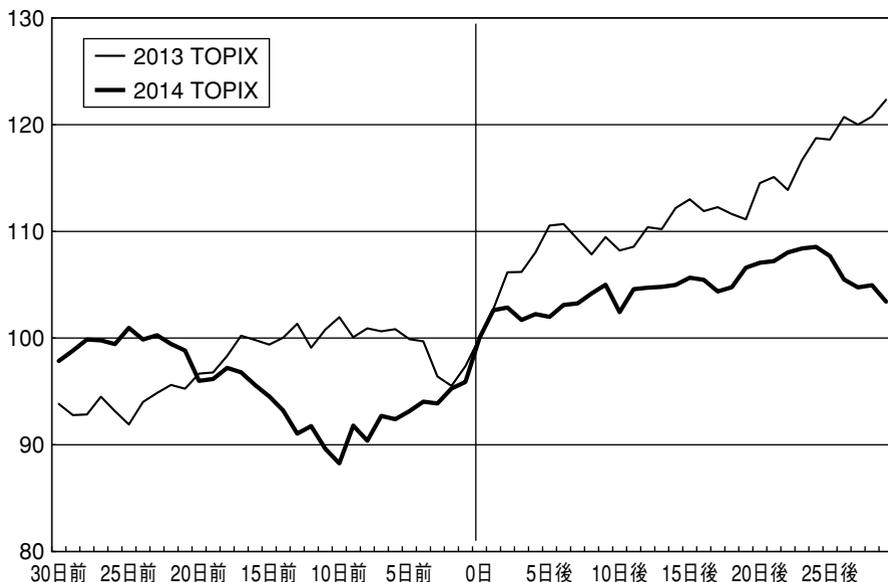
図表1は、株式市場における金融政策発表前後の株価変動状況を示している。

具体的には新政策発表日をゼロ日として、その前後各三〇日（合計六〇日、営業日ベース）間の東証株価指数（TOPIX）の変動状況を示す（細線が二〇一三年、太線が二〇一四年）。なおTOPIXは政策発表日の終値を一〇〇として基準化している。この結果、二〇一三年のケースでは、政策発表後三〇日間は継続して株価が上昇している。二〇一四年についてもほぼ同様の動きが示された。しかしその上昇率は、二〇一三年に比して低く、また弱い。

図表2は、二〇一二年一月から二〇一四年一月までの国債金利の推移を示している。太線が五年物（利付き）国債、破線が一〇年物（利付き）国債、細線が二〇年物（利付き）国債金利を示している。

二〇一三年の金融緩和後、金利のボラティリティは大きく上昇した。二〇一四年の発表後のボラティリティは相対的に低い。また二〇一三年及び二〇一四年の緩和後

図表1 金融政策発表前後のTOPIXの動き



の金利は低下傾向を示している。

図表3は国債市場の月次売買高推移を示している。網線が中期国債、太線が長期国債、細線が超長期国債である。当該図表においては、(横ばい状態である超長期国債を除き)中期・長期国債の取引高は二〇一三年四月以降、拡大傾向を示している。

図表4は、二〇一二年一月から二〇一三年二月(一日)までの為替レートの推移を示している。金融緩和の直後、為替レートは円安方向に振れる傾向が見られる。

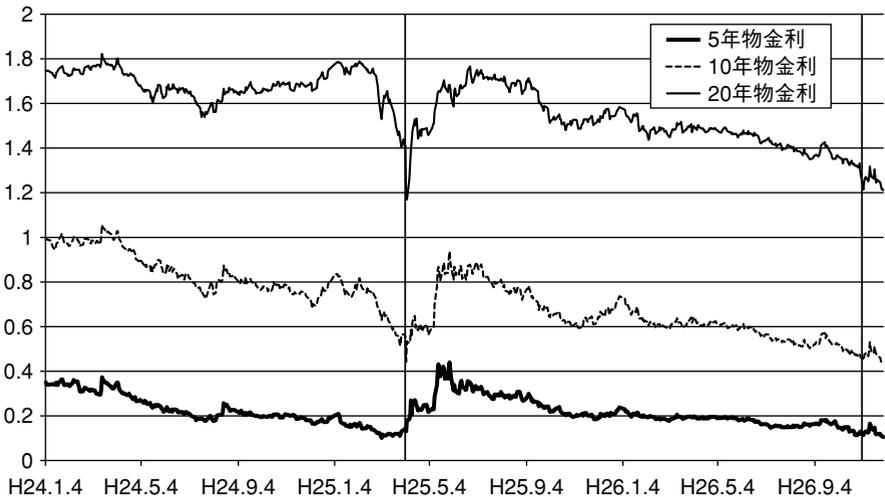
4 金融緩和に対する金融機関の反応

(1) 過去の分析状況

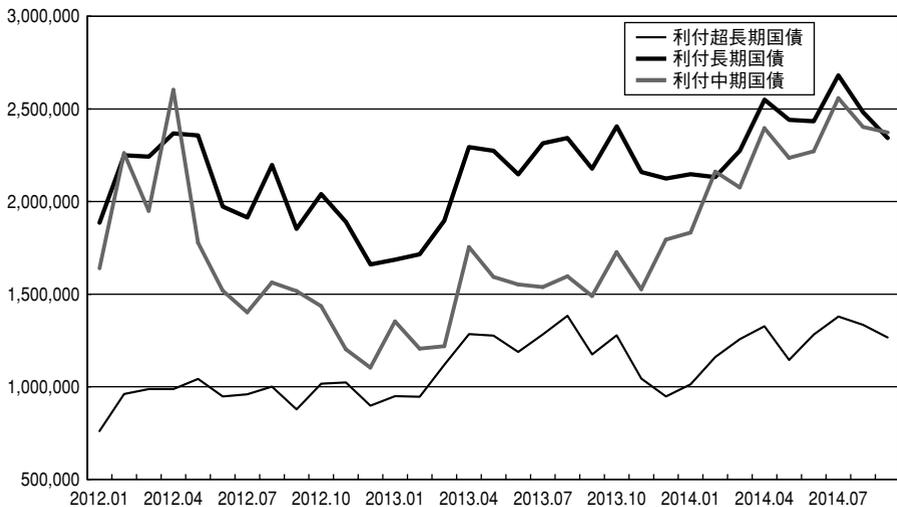
筆者はこれまで、金融機関(とりわけ銀行)の国債保有・取引行動に注目した分析を行ってきた(国債等の取引状況については志馬(二〇一三)(二〇一四(a))、銀行の国債保有状況と保有同期については志馬(二〇一四(b))を参照)。

これら内容を要約すると、①銀行の国債保有行動はその預金・貸出状況に強く依存する、②日本銀行の金融緩和以降、市場における機関投資家行動は「金融機関別」「国債の残存期間別」に大

図表2 国債金利の推移

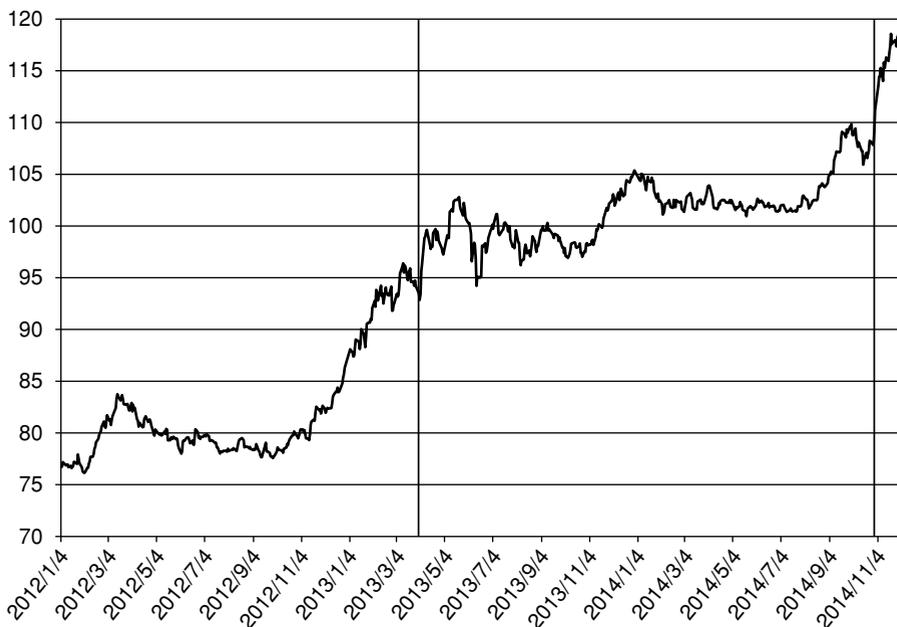


図表3 債券市場の売買高推移（単位：100億円）



（データ：日本証券業協会「公社債種類別店頭売買高」）

図表4 為替市場の動向（円・ドルレート）



大きく異なる、等が挙げられる。

(2) 今回の分析

本稿では、銀行を含む金融機関の国債取引スタイル（金利変動に対する反応取引状況）に注目し、金融緩和前後で金融機関の取引行動の変化の有無について分析する。

具体的には、二つの分析アプローチを採用し、①多変量解析による構造変化—金融緩和の前後における取引行動の構造的な変化の有無、②ベクトル自己回帰モデル（VAR）によるインパルス関数を使用した、取引スタイルの変化の有無、について分析を行う。

5 分析内容

(1) データ

本分析において、データは日本証券業協会「国債投資家別売買高」データ（月次、売り越し／買い越し額の差引純額^①）、及び財務省「国債金利情報」（日次データを抜粋、月末データを使用）を使用している。

分析対象部門は、銀行部門（都銀、地銀、第二地銀）、保険部門（生損保の合計値）、及び外国人投資家部門の計五部門とし、対象期間は二〇〇九年四月から二〇一四年九月までである（計六六サンプル）。

なお日本証券業協会のデータについては、店頭市場における取引のみが認識され、市場外における取引は含まれていない。

(2) 多変量解析

本節では単純な多変量解析モデル (OLS) により、銀行の国債市場における取引行動 (売買取引高の差引 (ネット取引高) と金利変動の関係について、(金融政策変更が発表された) 二〇一三年四月の「以前・以降」) についての構造変化の有無を検証する。

当該分析においては、変数間に同時決定バイアスが存在する等、テクニカルな問題が存在する。しかしながら、投資部門・対象国債別の取引における構造変化の可能性について「あたり」をつけるために、簡便法的に当該モデルを使用する。モデルは以下の二種である。

(A) ネット取引高 \parallel a定数項 + b国債金利 + cイベントダミー (ゼロまたは一) + d金利ダミー + 残差

(B) ネット取引高 \parallel a定数項 + b国債金利 + cイベントダミー (ゼロまたは一) + 残差

モデルA・Bの違いは金利ダミーの存在である。モデルAでは、構造変化の可能性と金利に対する反応度の変化の可能性を示すダミーが存在し、モデルBでは構造変化の可能性を示すダミーのみが存在する。この金利ダミーは、投資家の金利に対する反応度が変化している可能性を示すダミーであり、例えば、金融緩和以降、「投資家Aは金利変動に対して (それ以前に比して) 大幅に売り越し/買い越し行動を取るようになった」等の可能性を示す。

モデルの説明変数は以下のとおりである。

a .. 定数項の係数

b .. 国債金利であり、中期国債は五年物金利、長期国債は一〇年物金利、超長期を二〇年物金利を使用している

c…二〇一三年四月以前をゼロ、以降を一とするイベント（構造変化）
 ダミーであり、金融緩和以降取引高が大幅に増加した／減少した可能性を示す。

d…金利ダミーであり、二〇一三年四月以前をゼロ、以降を国債金利値とする。

図表中の記載内容は以下のとおり。

×は説明変数が有意ではないことを示す。

○は説明変数が有意であることを示す。

－（または＋）は、説明変数の符号が負（または正）であることを示す。

図表5の分析の結果、取引行動における構造変化や、金利変動に対する行動変化の可能性が示唆される機関投資家部門は、以下のとおりである。

- ・ 都銀部門については、中期国債取引。
- ・ 地銀・第二地銀部門については、長期国債・超長期国債取引。
- ・ 保険部門については、中期国債取引。
- ・ 外国人部門については、長期国債・超長期国債取引。

図表6の分析の結果、取引行動における構造変化の可能性が示唆され

図表5 モデル（A）の結果（概要）

中期国債	都銀	地銀	第二地銀	保険	外国人
b 金利	×	×	×	×	×
c イベントダミー	×	×	×	×	×
d 金利ダミー	+○***	×	×	-○***	×
長期国債					
b 金利（変数）	×	-○***	-○***	×	×
c イベントダミー	×	×	×	×	×
d 金利ダミー	×	+○**	+○**	×	+○**
超長期国債					
b 金利	×	-○**	-○***	×	×
c イベントダミー	×	×	×	×	+○*
d 金利ダミー	×	+○**	+○**	×	+○*

(注) ***は有意水準1%での有意、**は5%での有意、*は10%での有意を示す。

る機関投資家部門は、以下のとおりである。

- ・ 都銀部門については、中期国債取引。
- ・ 地銀・第二地銀部門については、長期国債・超長期国債取引。
- ・ 保険部門については、中期・超長期国債取引。
- ・ 外国人部門については、長期国債・超長期国債取引。

(3) インパルス関数

本節では、ベクトル自己回帰モデル（VAR）のインパルス応答関数を利用し、機関投資家の金利変動に対する国債の取引スタイルの変化を分析する。

考え方としては、投資家が国債価格の相対的な上昇（下落）にともない、その資産の保有ポジション比率を増やすことを「順張り」、減らすことを「逆張り」取引とする。

順張りとは、市場変動と同方向のポジションを取ることで、当該戦略は短期的な投資に結びつく度合いが大きい（短期的に投資収益率を高めようとする場合、債券価格動向に追随し、多くの投資家と同じ予想を有することで、売買益を稼ぐのが早期に実現する）。

逆張りとは、市場の変動と逆方向のポジションを取ることで収益を上げようとすることであり、相対的に長期的投資に近い性格を有する（市場の変動方向と逆

図表6 モデル（B）の結果（概要）

中期国債	都銀	地銀	第二地銀	保険	外国人
b 金利	×	×	×	×	×
c イベントダミー	+○***	×	×	-○***	×
長期国債					
b 金利	×	-○***	-○***	×	×
c イベントダミー	×	+○**	+○**	×	+○**
超長期国債					
b 金利	×	-○**	-○*	×	×
c イベントダミー	×	+○**	×	+○***	+○***

(注) ***は有意水準1%での有意、**は5%での有意、*は10%での有意を示す。

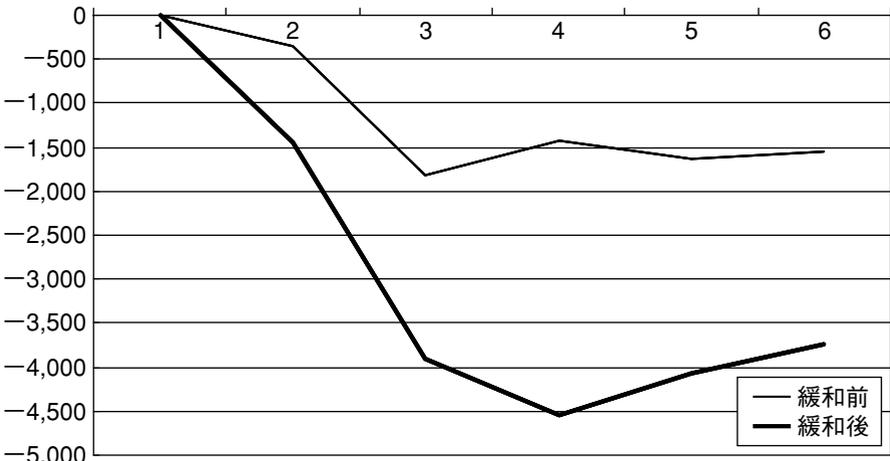
方向のポジションを有する場合には、市場の変動がいつ実現するかは明確でないことから、短期間で売却益を稼げない可能性が高い)。これらの投資スタイルは、VARに基づく、金利(≡国債価格)変化に対する投資家のインパルス応答関数を計算、その形状から判断する。言い換えれば、機関投資家が金利変動に対して、時間の経過とともに、どのような投資行動を取っているかを明らかにする。

図表7及び8は、中期国債市場における、各投資部門別のインパルス応答関数の推移を示したグラフである(個々の機関投資家部門が対象となる残存期間の国債について、金利一単位の変動(ショック)が発生した場合、どれだけの国債を購入・売却しているかを、時間の経緯と共に示したものである)。

図表7及び8において、X軸は期間(六期間)、Y軸はネットの売り越し(買い越し)額を示す(元データは国債の「売り越し-買い越し」)。すなわち、金利が一単位上昇(≡国債価格が下落)した場合に、Y軸の値が正の場合は「売り越し」(≡順張り)、値が負の場合は「買い越し」(≡逆張り)を示す。

図表7は分析結果の例であり、都銀の中期国債における、金利変動に対する反応状況を示している。

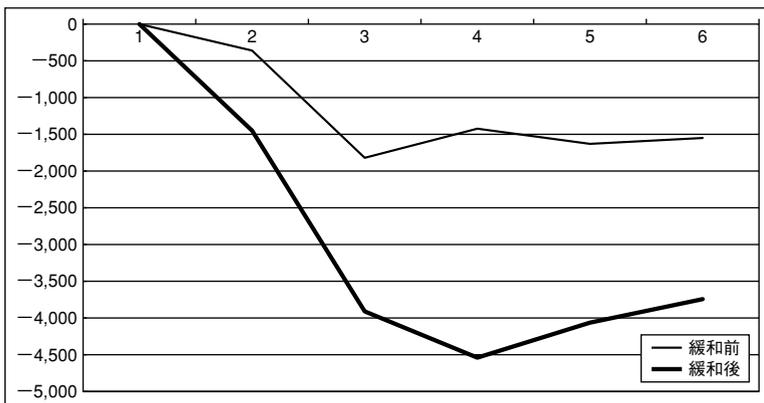
図表7 インパルス関数の例(都銀の中期国債における金利反応状況)



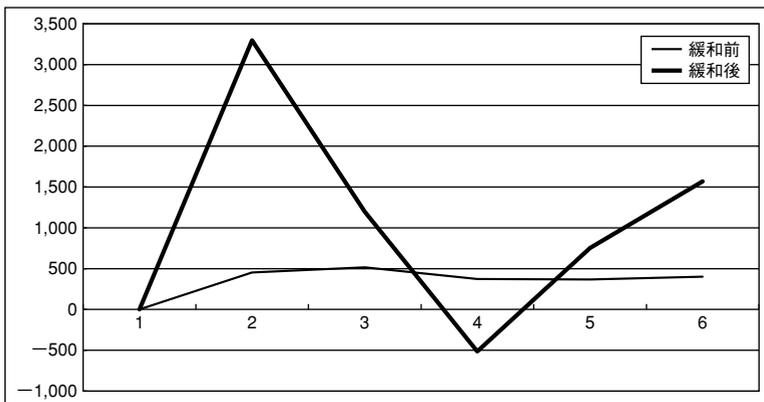
図表8 投資部門別の国債投資スタイルの変化状況（詳細結果）

都銀

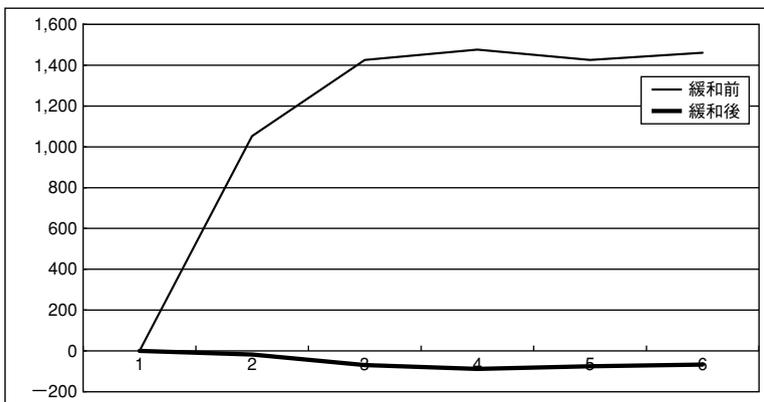
中期国債



長期国債

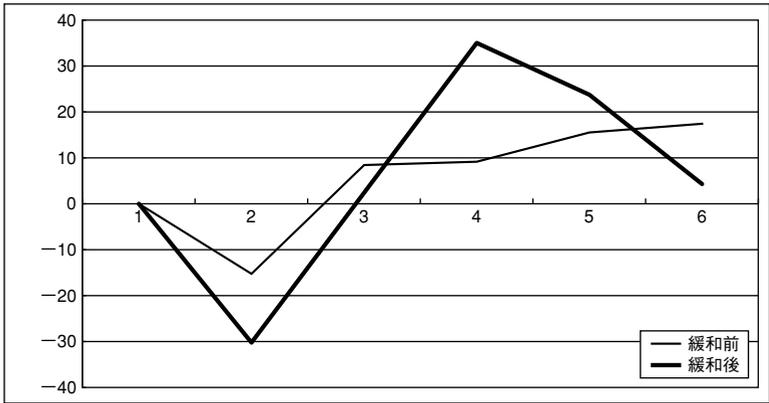


超長期国債

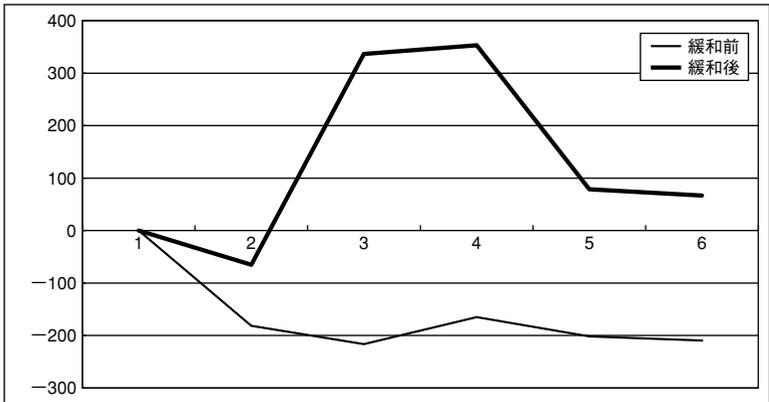


地銀

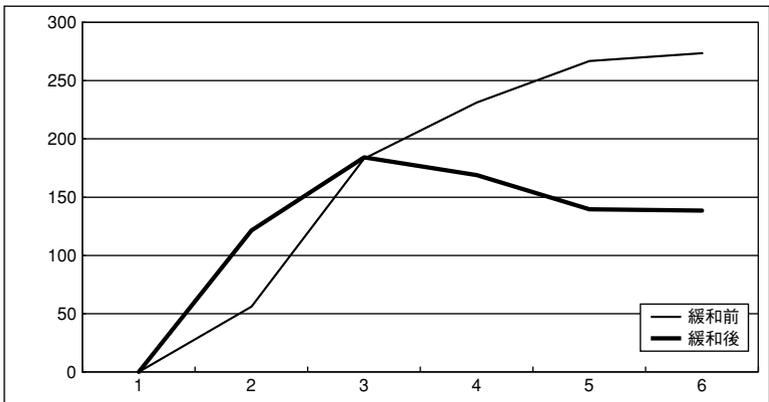
中期国債



長期国債

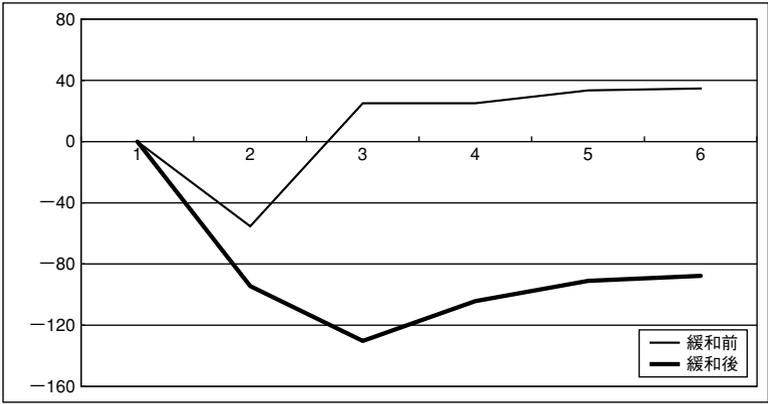


超長期国債

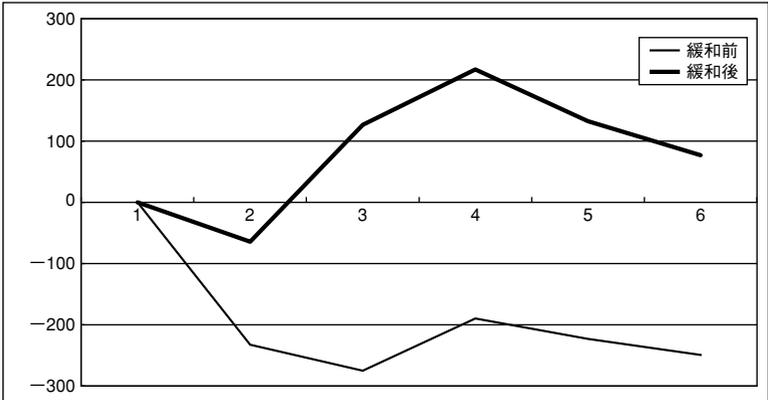


第二地銀

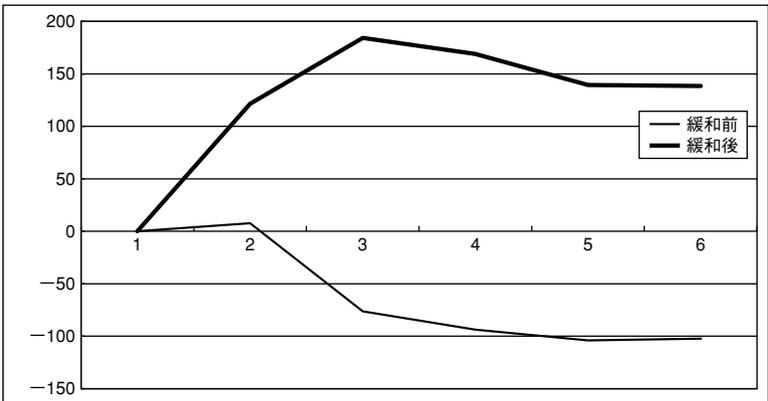
中期国債



長期国債

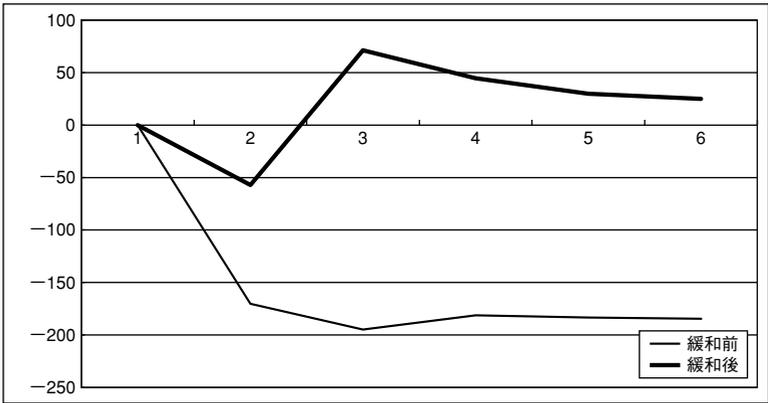


超長期国債

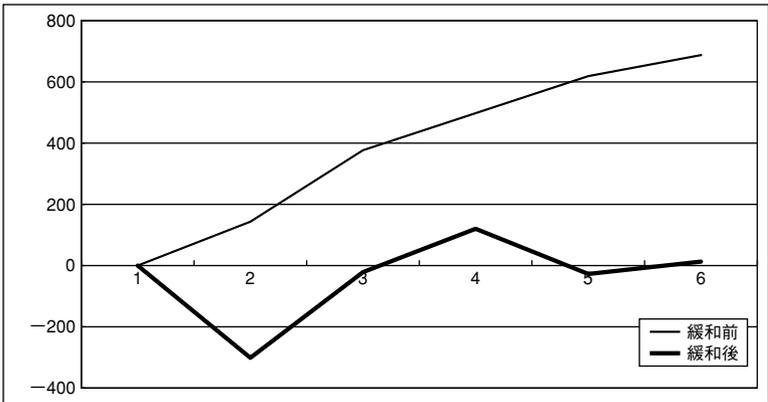


保険

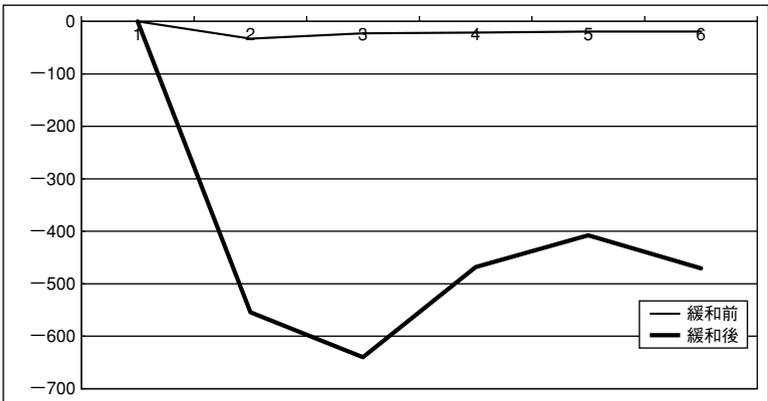
中期国債



長期国債

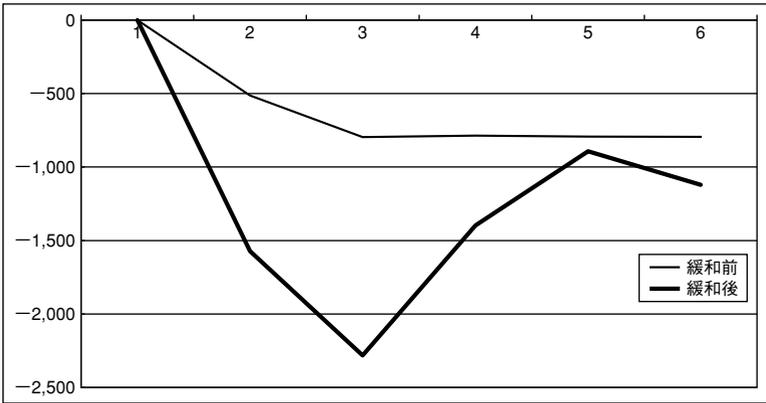


超長期国債

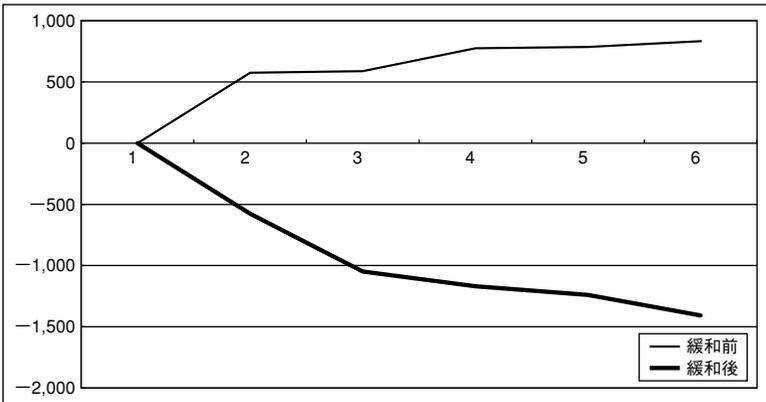


外国人

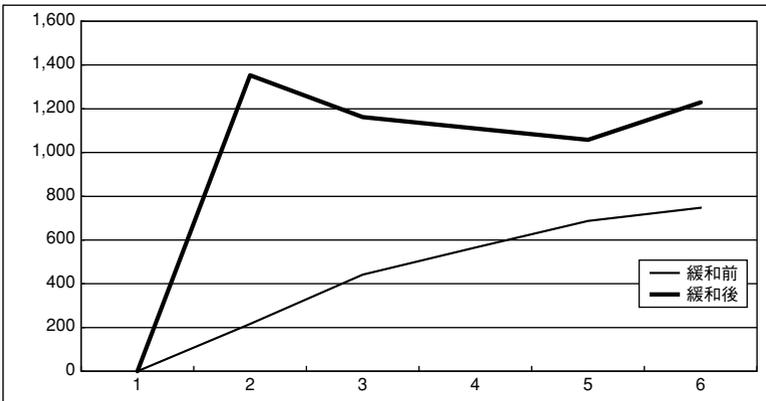
中期国債



長期国債



超長期国債



図表7において、細線は二〇一三年四月の金融緩和前の行動、太線は金融緩和後の行動を示している。都銀は緩和前・緩和後の双方を通じて、逆張り行動を取っていることが見て取れる。なお、線の傾きが大きい程、金利変化に対する反応度が高いことを意味する（なお、グラフは各期までの取引高累計額を示しており、例えば第六期の値は、第一期から第六期までの取引高の合計値である）。

図表9は図表8の結果を要約したものである。図表8は都銀・地銀・第二地銀・保険・外国人の各機関投資家部

図表9 インパルス分析結果の概要

	(金融政策変更)前	(金融政策変更)後	備考
都銀			
中期	逆張り	逆張り	不変
長期	順張り	順張り	不変
超長期	順張り	逆張り (弱い)	変化
			・中期と長期で異なる ・超長期で変化の可能性
地銀			
中期	順張り	順張り	不変
長期	逆張り	順張り	変化
超長期	順張り	順張り	不変
			・長期国債で変化の可能性 ・中期・長期国債では不変
第二地銀			
中期	(弱い) 順張り	逆張り	不変
長期	逆張り	順張り	変化
超長期	逆張り	順張り	変化
			・長期・超長期の行動は類似 ・長期・超長期は変化の可能性
保険			
中期	逆張り	順張り	弱い変化
長期	順張り	順張り?	不明確
超長期	順張り (弱い)	逆張り (強い)	明確に変化
			・超長期において明確な変化した可能性
外国人			
中期	逆張り	逆張り	不変
長期	順張り	逆張り	明確な変化
超長期	順張り	順張り	明確化
			・長期に変化の可能性

門による、中期国債・長期国債・超長期国債取引についての、金融緩和（二〇一三年四月）の前後の各取引スタイルを示している。

各機関投資家の投資スタイルを見ると、その国債に対する態度は一樣ではない。例えば、都銀部門は、中期国債については、逆張りであり、長期国債については順張りであるなど、期間の異なる国債については、投資スタイルが全く異なる。また外国人投資家部門は、中期国債及び長期国債については逆張りであるが、超長期国債については順張りであるなど、都銀部門と対照的な投資スタイルを有している。こうした事柄から推測できるのは、発行者が同じ日本国政府の国債であるとはいえ、償還までの期間が異なれば、同じ投資家部門であっても取引スタイルが全く異なり、別の商品と認識している可能性が示唆される。

また、投資スタイルが変化した（可能性のある）投資家については、以下のとおりである。

- ・ 都銀部門は、超長期国債取引。
- ・ 地銀部門は長期国債取引。
- ・ 第二地銀は長期・超長期国債取引。
- ・ 保険会社（生損保）部門は超長期国債取引。
- ・ 外国人部門は長期国債取引。

これら取引中、前節の分析と一致しないのは都銀部門の長期国債取引のみであり、他の取引については全て前節で構造変化が示唆された取引と一致する（下線部取引は構造変化が示唆される取引で前節の結果と一致するもの）。複数の異なるアプローチによる分析を行った結果、その示唆される内容が一致することから、これら取引については、機関投資家が取引スタイルを変更した可能性が強く示される。

6 まとめ

本稿では、機関投資家の国債取引について、金融政策変更後の投資スタイルの変化を有無を分析、一部の取引について明確な変化を確認した。これら変化が確認された部門については、金融政策の変化を機に、金利変動に対する国債への投資スタイル（順張り／逆張り）を変化させたと考えられる。

また、本分析の結果確認された点は、たとえ同一の投資部門であっても、国債取引については、満期までの期間の違いにより、明確に投資スタイルが異なる事例が複数確認されたことである。これは、同じ「日本国債」という名称といえども、機関投資家の取引姿勢は償還期間の違いを基準として、全く異なる金融商品として認識されていることを意味する。言い換えれば、金融機関の国債取引行動を論ずる際には、（マスコミ等の報道を含めて）、より詳細な条件を言及した上で、論ずる必要がある。

注

(1) 当該情報は、日本証券業協会会員（証券会社）及び特別会員（登録金融機関業務）の本店、支店、その他の営業所に
おいて当月中に取り扱った国債の一般売買値である（条件付き売買分を除く）。

参考文献

- ・ 志馬祥紀「アベノミクスと機関投資家行動」（証研レポートN.0. 一六七九）二〇一三年八月、pp48-69
- ・ 志馬祥紀「アベノミクス導入から一年―機関投資家の動き」（証研レポートN.0. 一六八四）二〇一四年六月、pp35-57
- ・ 志馬祥紀「異次元緩和前の銀行の国債投資状況」（証研レポートN.0. 一六八六）二〇一四年一〇月、pp24-41

（しま よしのり・客員研究員）

証研レポート既刊目録

No.1674 (2012.10)	執筆者	No.1681 (2013.12)	執筆者
日銀の「危機対策」と「最後の貸し手」機能	伊豆	国債危機の回避は財政再建か経済成長か	中島
ナイト・キャピタルのアルゴ暴走	吉川	デリバティブ市場統合における論点	二上
一超高速コンピューター取引のリスク		A T SでのNMS証券の取引状況	清水
米国ボラティリティ商品市場の拡大とトラブル	志馬	新規公開株の価格形成	岡村
一クレディ・スイス発行のE T Nを巡る問題			
米国投資顧問業(R I A)の自主規制機関(S R O)をめぐる論議	坂下		
No.1675 (2012.12)		No.1682 (2014.2)	
繰り返される国債日銀引受発行の議論	中島	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
地域再生ファンドの取組と課題	松尾	ペイルイン債とは何か	伊豆
統合取引追跡システムに関するS E C最終提案	清水	米国H F Tの実情	吉川
アジア債券市場育成の取り組みと成長過程	西尾	一S E CのM I D A Sデータ	
イギリス金融規制改革のゆくえ	築田	取引所再編の動きとデリバティブ取引の収益性	志馬
No.1676 (2013.2)		No.1683 (2014.4)	
取引所再編成の背景と意義	二上	リーマン・ショック以降の証券決算	二上
日本銀行法と「最後の貸し手」機能	伊豆	海外におけるクラウドファンディングの現状	松尾
I C EによるN Y S Eユーロネクスト買収合意	吉川	一「出口戦略」を考える	清水
独自性を発揮するN Y S E Arca取引所	志馬	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
一米国で拡大するE T P市場の開拓者			
S E CのフォームF 4に関連する問題	福本		
No.1677 (2013.4)		No.1684 (2014.6)	
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	「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
社会的責任投資とその評価手法	松尾	中央銀行と自己資本	伊豆
欧州証券市場はどの程度分裂しているか	清水	一「出口戦略」を考える	
中国の合会と日本の無尽の銀行化	西尾	米国H F Tの実情2	吉川
一中国の中小企業金融への示唆として		一S E CのM I D A Sデータ	
韓国のカバードボンド法制案と住宅金融市場	築田	アベノミクス導入から一年	志馬
米国における受託者責任(Fiduciary Duty)のR Rへの適用と証券業界の見解	坂下	一機関投資家の動き	
No.1678 (2013.6)		No.1685 (2014.8)	
リテール・ビジネスのバリュー・チェーンとアンバンドリング	二上	クラウドファンディングの投資家と地理的分散	松尾
金融危機と日本銀行	伊豆	破綻処理と店頭デリバティブ	伊豆
一特融・預金保険機構向け貸付・出資		一一括清算をめぐって	
ツイッター・クラッシュ	吉川	アメリカのA T S以外の取引所外取引の現状	清水
一ハッカーの誤情報による米国株価急変動			
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)		No.1686 (2014.10)	
長期金利の変動はなぜ生じたか	中島	わが国証券業界の資本生産性	二上
ソーシャルインパクト債と社会貢献型投資	松尾	長期国債先物取引に対する行政処分勧告	吉川
アメリカのティックサイズ拡大議論	清水	一アルゴリズム取引と相場操縦	
アベノミクスと機関投資家行動	志馬	異次元緩和前の銀行の国債投資状況	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(I S A)の現状と展開	築田		
No.1680 (2013.10)		No.1687 (2014.12)	
世界の「上場」取引所の収益動向	二上	なぜ国債発行市場は安定しているか	中島
東日本大震災復興におけるファンドの取組	松尾	拡大するラップ口座	二上
ベイルアウトとペイルイン	伊豆	クラウドファンディングの可能性	松尾
B A T Sとダイレクトエッジの合併合意	吉川	アメリカの証券市場構造とH F T(高頻度取引)	清水
一米国株式市場の再編			
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		

公益財団法人 日本証券経済研究所

ホームページのご案内

<http://www.jsri.or.jp/>

(YAHOO、Googleなどの検索サイトで、「証券経済研究所」、「jsri」ですぐ検索できます。)

I. 研究所の紹介等

- | | |
|-------------|---|
| J S R Iについて | 当研究所の概要や事業活動を紹介しています。 |
| 出版物案内 | 『証券レビュー』『証研レポート』『金融商品取引法研究会研究記録』の全文、『証券経済研究』の各論文要旨を掲載しています。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。 |
| 証券図書館 | 証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。 |
| 講演会録 | 「資本市場を考える会」「証券セミナー」の講演会録（全文）をお読みいただけます。 |
| 研究会 | 当研究所が主催する研究会の概要と活動状況を紹介しています。また、金融商品取引法研究会研究記録（全文）をご覧いただけます。 |
| 株式投資収益率 | 株式投資収益率（東証第一部、第二部）の年別・月別のデータ（概要）や産業別・銘柄によるランキングを掲載しています。 |
| トピックス | 海外の論文の翻訳・紹介や証券経済関係の小論文を掲載しています。 |

II. データベース検索

- | | |
|------------|--|
| 研究所出版物 | 出版物案内に掲載している出版物を書名・論文名または著者名等により検索できます。 |
| 証券図書館の蔵書 | 証券図書館（東京）所蔵の蔵書を書名、著者名等により検索できます。また、新規受け入れ図書を紹介する新着資料案内もあります。 |
| 証券関係の論文・記事 | 証券図書館（東京）が受け入れている国内雑誌に掲載された証券関係の論文・記事を論文名、著者名及びキーワードにより検索できます。 |
| 証券年表 | 新聞、雑誌等の記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、月単位で更新しています。日付ごとに記事を一覧することができますとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。 |

証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

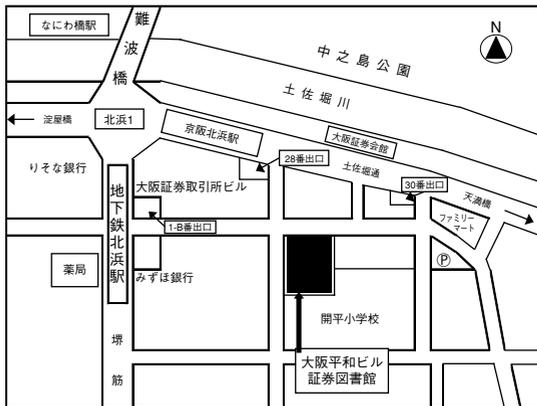
所在地 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル地下1階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前9:30 ~ 午後5:30
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

図書 証券(経済、制度、取引法)関係の専門書をはじめ、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社史等を集めております。

雑誌 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁、大学等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道順
地下鉄堺筋線・京阪本線
北浜駅1-B番出口又は
28番出口より徒歩2分

日本証券経済研究所のホームページ (<http://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができます。ご利用ください。

証研レポート第一六八八号
二〇一五年二月九日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2015年2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)