

国債流通市場と海外投資家の投資動向

岩井宣章

要 旨

近時、わが国の国債流通市場において海外投資家のプレゼンスが高まっていると夙に指摘されている。それは市場関係者の実感であることも多い。

公表データに基いて2004～2007年度の海外投資家の投資動向を見てみると、海外投資家は国債市場いわゆる現物市場、そして先物など国債関連する取引市場と裁定取引など介して有機的な関連を有しつつそれぞれの市場において売買高とその市場におけるシェア等を大きく膨らませている。

海外投資家は、それに伴ってそれぞれの市場の流動性や価格形成に大きな影響力を有するようになってきている。この傾向は国債に関連する取引市場においては、一層顕著である。また、ヘッジファンド等の海外投資家による現物と先物間などの裁定取引の活発化を通じて国債イールドカーブの合理性も一層高まっているようである。

海外投資家のプレゼンスの高まりとは、国債や国債に関連する流通市場も含め、こうした意味合いと捉えられる。しかし、このことはわが国国債流通市場等が海外投資家の投資動向の変化によって市場の流動性や価格水準が大きく変動する可能性を内包するようになったことでもある。

2008年9月のリーマン・ブラザーズ社の破綻（2008年9月）以降、わが国国債市場は国債流通市場や先物市場において流動性が低下し、価格が乱高下するなど大きな混乱に見舞われている。それは国内外の信用の収縮が基本的背景であるものの、この間海外投資家の投資活動が大幅に縮小したことも大きな要因である。これまでの海外投資家を軸としたわが国国債流通市場の発展・拡大の歯車が逆回転したと捉えることもできる。

目次

- I. はじめに
- II. 海外投資家の国債の売買状況
 - 1. 海外投資家の国債売買規模
 - 2. 国債の売買差額から見た海外投資家の投資動向
- III. 海外投資家の国債保有状況
- IV. 国債に関する取引の海外投資家の投資動向
 - 1. 現先売買取引
 - 2. 派生商品取引
- V. 終わりに

I. はじめに

近時の国債流通市場において海外投資家のプレゼンスが高まっており、価格形成にも大きな影響力を有しているといわれている。その指摘の多くは市場参加者の実感を反映していることが多い。この点につき、公表資料等により裏づけが可能であろうか。

海外投資家は、リアルマネー投資家とヘッジファンドに分類されることが多い。リアルマネー投資家とは年金基金などの機関投資家、中央銀行などであり、中・長期的に国債を保有する傾向が強い。ヘッジファンドはマクロ系、レバティブバリュー系、CTA（商品投資顧問業者）に大別されることが多いが、他の金融商品との裁定や景気・金融見通しなどに基づく取引を主な収益機会としていることから、リアルマネー投資家に比べてレバレッジを効かせて短期間に収益を積上げる傾向が強いようだ¹⁾。また1990年代頃からわが国の国債金利形成の合理性が高まってきていることなどから収益量を維持するためからもレバレッジを効かせることが多く、そのため取引規模が大きく膨らむことも少なくないとされている²⁾。また、海外投資家は従来から先物やオプションを活発に行っているが、それはヘッジファンドの参入拡大により近

時では一層拡大しているといわれる。

なお、ヘッジファンドが円債投資への参入するようになったのは1990年代以降でと見られるが、投資額が増大し円債市場への影響力を持ち始めたのは2003年辺りと思われる³⁾。

こうした最近の国債および先物等の国債に関連する取引等に係る海外投資家の投資動向につき、日本証券業協会（以下、日証協）や日本銀行等の公表資料上で、どのように反映されているかをみってみる。そして、この間の国債流通市場の拡大発展をどのように理解すべきかを検討する。

なお、本稿では日証協から国債の投資家別売買状況が公表されるようになった2004年度から2007年度を検討の対象期間としている。2008年後半辺りからサブプライム問題の深刻化の下でわが国国債市場は価格が乱高下するなど大きな混乱に見舞われ、その展開に大きく変化が生じている。こうした直近の国債流通市場の展開を理解する上でこの間の海外投資家の投資動向を理解することは有益と思われる。

II. 海外投資家の国債の売買状況

日証協は04年度から国債についての投資家別売買高を公表している。これに基づいて海外投資家の国債流通市場におけるプレゼンスを測る

ために売買規模や売り買いの差額（以下、売買差額）をみてみる。売買規模が他の部門に比べて相対的に大きければ国債流通市場における流動性の供給に貢献しているといえる⁴⁾。また、売買差額において買い越し額が大きく膨らんでいけば相場形成において少なくとも需給面から価格を下支えする方向に作用していたと考えることができる。また、海外投資家のうちヘッジファンドは短期的な収益確保の色彩が強いと考えられること、一方リアルマネー投資家は投資という色彩が強く、概して中長期的に保有する傾向が強いと考えられる。この点につき長期性の投資資金を有し近時、国債の保有が増大傾向を示している信託銀行や生保などの国内投資家の投資動向と比較することによって、海外投資家全体としてはどのような傾向を示しているかも見てみる。

なお、日証協資料では、海外投資家は「外国人」との表示であり、具体的には非居住者（個人）、外国法人等とされている⁵⁾。

1. 海外投資家の国債売買規模

(1) 国債全体の売り買い

国債が投資家によって売ったり、買ったりされる時に、当該部門の売り買いの規模（売買規模）が全体のどの位の割合を占めているか。その割合が他の部門に比べて大きければ当該部門はその市場の流動性供給に大きな影響力を有しているといえる。

日証協の国債の投資家別売買高では、債券ディーラーも一業態としてその取引規模が示されている。債券ディーラーは投資家からの売り買いの需要を一旦仕切り、その後逐次他の投資家にはめ込んでいくことが業務であるが故、その売買規模は他の業態に比し突出して大きくな

る。このため海外投資家の売買規模を他の投資家と比較し、相対的位置付けを測るには総売買高から債券ディーラーの売買額を除外した売買額（以下、全体の売買額という）に占める海外投資家の割合をみることが望ましい。このベースで海外投資家の売買高を見ると、国債全体の売買高(図表1の1. 国債全体)は年度を追って規模が拡大しており、全体の売買額に占める割合も04年度の14.0%から漸次上昇を示し07年度では20.7%と2割を超えるに至っている。06年度以降は、後述の理由から「その他」の部門を除くと都市銀行や信託銀行など国内投資家勢を上回り最大の部門となっている。このように海外投資家の売買規模は、この間大きく拡大しており、国債市場の流動性の供給に貢献してきているといえる。とはいえ、国債については現在短期国債（割引短期国債+政府短期証券、以下同じ）から超長期国債まで多様な期限の国債が発行されており、またプレンプライタイプではない変動利付債や物価連動債も発行されている⁶⁾。投資家によって国債の種類に応じて売買動機が異なる可能性もある。さらに年度ベースで捉えると、短期国債については発行規模が相対的に大きい上に、期限が短いことから積み上げ効果も加わり、その規模によって当該部門の売買規模が大きく膨らむことがある。それゆえその影響力については国債全体だけではなく、国債種類別にもみていく必要がある⁷⁾。

(2) 超長期・長期・中期国債と短期国債の売り買い

超長期債から中期国債（以下、中・超期国債）と短期国債とに分けて売買規模を見てみる(図表1の2. 中・超期国債, 3. 短期国債)。

中・超期国債の売買高は年度を追って拡大し

図表1 国債主要投資家別売買高

1. 国債全体

(単位:兆円, %)

年度	2004	2005	2006	2007
都市銀行	257(19.9)	227(18.5)	173(13.5)	248(17.0)
地方銀行	24(1.9)	22(1.8)	20(1.6)	29(2.0)
信託銀行	166(12.9)	175(14.3)	186(14.6)	217(14.9)
生損保	29(2.2)	28(2.3)	30(2.3)	33(2.3)
投資信託	28(2.2)	29(2.4)	31(2.4)	30(2.1)
海外投資家	181(14.0)	205(16.7)	247(19.3)	301(20.7)
その他	470(36.4)	420(34.2)	453(35.4)	440(30.2)
その他とも合計	1,290(100.0)	1,227(100.0)	1,278(100.0)	1,456(100.0)

2. 中・超期国債(超長期債国債+長期利付国債+中期利付国債)

年度	2004	2005	2006	2007
都市銀行	146(23.8)	127(19.1)	92(13.5)	131(16.9)
地方銀行	20(3.3)	21(3.2)	18(2.7)	24(3.1)
信託銀行	118(19.2)	135(20.3)	144(21.2)	174(22.5)
生損保	25(4.1)	23(3.5)	23(3.4)	24(3.1)
投資信託	5(0.8)	5(0.8)	6(0.9)	7(0.9)
海外投資家	136(22.2)	172(25.9)	189(27.8)	212(27.4)
その他	95(15.5)	110(16.6)	147(21.6)	142(18.4)
その他とも合計	613(100.0)	664(100.0)	679(100.0)	773(100.0)

3. 短期国債

年度	2004	2005	2006	2007
都市銀行	111(16.4)	100(17.8)	81(13.5)	117(17.1)
地方銀行	4(0.6)	9(1.6)	2(0.3)	5(0.7)
信託銀行	48(7.1)	39(6.9)	44(7.4)	43(6.3)
生損保	5(0.7)	4(0.7)	8(1.3)	8(1.2)
投資信託	24(3.6)	24(4.3)	25(4.2)	22(3.2)
海外投資家	49(7.2)	34(6.0)	58(9.7)	89(13.0)
その他	376(55.6)	307(54.6)	305(51.0)	298(43.4)
その他とも合計	676(100.0)	562(100.0)	598(100.0)	686(100.0)

4. 超長期国債

年度	2004	2005	2006	2007
都市銀行	20(21.0)	12(12.0)	11(10.2)	8(8.0)
地方銀行	5(5.3)	4(4.0)	2(1.9)	2(2.0)
信託銀行	14(14.7)	16(16.0)	18(16.7)	18(18.0)
生損保	6(6.3)	6(6.0)	6(5.6)	7(7.0)
投資信託	0(0)	0(0)	1(0.9)	1(1.0)
海外投資家	20(21.1)	27(27.0)	30(27.8)	34(34.0)
その他	17(17.8)	20(20.0)	25(23.1)	22(22.0)
その他とも合計	95(100.0)	100(100.0)	108(100.0)	100(100.0)

5. 長期(利付)国債

年度	2004	2005	2006	2007
都市銀行	32(13.7)	31(12.3)	27(10.5)	56(17.1)
地方銀行	7(3.0)	9(3.6)	8(3.1)	13(4.0)
信託銀行	64(27.5)	66(26.2)	68(26.4)	87(26.6)
生損保	14(6.0)	13(5.2)	12(4.7)	12(0.4)
投資信託	3(1.3)	3(1.2)	3(1.2)	3(0.9)
海外投資家	68(29.2)	80(31.7)	73(28.3)	88(26.9)
その他	15(6.4)	21(8.3)	46(17.8)	43(13.1)
その他とも合計	233(100.0)	252(100.0)	258(100.0)	327(100.0)

6. 中期(利付)国債

年度	2004	2005	2006	2007
都市銀行	94(33.0)	84(26.9)	54(17.3)	67(19.4)
地方銀行	8(2.8)	8(2.6)	8(2.6)	9(2.6)
信託銀行	40(14.0)	53(17.0)	58(18.5)	69(19.9)
生損保	5(1.8)	4(1.3)	58(1.6)	5(1.4)
投資信託	2(0.7)	2(0.6)	2(0.6)	3(0.9)
海外投資家	48(16.8)	65(20.8)	86(27.5)	90(26.0)
その他	63(22.1)	69(22.1)	76(24.3)	77(22.3)
その他とも合計	285(100.0)	312(100.0)	313(100.0)	346(100.0)

(注) 1. その他とも合計は投資家全体の合計。ただし、債券ディーラーの売買高を含まない。

2. 国債全体には割引中期国債を含む。

3. ()は、その他とも合計に占める割合。

(出所) 日本証券業協会 HP より作成

ており、2005年度以降は大手である都市銀行、信託銀行などの国内部門を上回り最大の売買部門になっている。全体の売買額に占める割合は、2004年度の22.2%から2006、2007年度には27%台に上昇している。2007年度では都市銀行、信託銀行は16.9%、22.5%に止まる。直近では中・超期国債の売買の3割が海外投資家によるものという姿になっている。なお、2003年度以前は公社債全体の投資家別売買高であり、国債だけの統計は公表されていないが公社債売買の大宗が国債であることから、公社債全体の売買高でもその傾向を捉えることが可能と考えられる。

2003年度以前の公社債のうち中・超期債を見ると(図表2の1. 中・超期債)、1999年度、2000年度においても売買規模で海外投資家は最大の部門となっている。とはいえ都市銀行、信託銀行とそれほど金額的に大きな差はなく、また債券ディーラーを除いた全体に占める割合も

18%台であり、2004年度以降の水準を下回る。

近年、海外投資家は中・超期国債の売買を国内の他の部門に比し大きく膨らませており、この間これ等国債の流動性供給に大きな役割を果たしているといえる。

一方、短期国債(割引短期国債、政府短期証券)については、最大手は常態的に短期国債の入札者であり、また季節的資金調節手段としても短期国債を市場を通して売買を行っている日本銀行に加え政府や政府関係機関が含まれる「その他」の部門であり、次いで都市銀行などである。海外投資家の売買規模はこれ等に次ぐ水準となっている。また全体(債券ディーラーを除いた)に占める割合も1割内外に止まる。短期国債では、中・超期国債ほどには市場の流動性供給には大きな役割を果たしていないともいえる。

また、2003年度以前についてみると(図表2の2. 短期国債)、為替が円高傾向を示した

図表2 公社債の主要投資家の売買高
-2003年度以前-

1. 中超期債

(単位: 兆円, %)

年度	1998	1999	2000	2001	2002	2003
都市銀行	76(18.8)	71(14.3)	99(18.5)	107(19.6)	176(30.0)	142(22.8)
信託銀行	73(16.1)	85(17.1)	98(18.4)	98(17.9)	140(20.7)	142(22.8)
海外投資家	42(9.3)	93(18.8)	100(18.7)	89(16.3)	102(15.1)	116(18.6)
その他とも合計	453(100.0)	497(100.0)	534(100.0)	547(100.0)	677(100.0)	623(100.0)

2. 短期国債

年度	1998	1999	2000	2001	2002	2003
都市銀行	8(3.9)	24(10.5)	61(17.3)	51(12.1)	62(13.7)	75(13.1)
信託銀行	12(5.9)	8(3.5)	18(5.1)	17(4.0)	26(5.8)	29(5.1)
海外投資家	98(48.0)	41(18.0)	29(8.2)	17(4.0)	17(3.8)	26(4.5)
その他とも合計	204(100.0)	228(100.0)	352(100.0)	422(100.0)	452(100.0)	572(100.0)

(注) 1. その他とも合計は、全投資家の売買高。ただし、債券ディーラーの売買高を含まず。

2. ()内は、その他とも合計に占める割合。

(出所) 日本証券業協会 HP 等より作成。

1998年度、1999年度には海外投資家の売買高は、都市銀行などを大きく上回り、債券ディーラーを除いた全体に占める割合も1998年では半分近く占めている。海外投資家は短期国債について、以前の方が流動性供給に貢献していたといえる。

(3) 中・超期国債の売買規模の内訳

さらに中・超期国債についてその内訳を見よう(図表1の4. 超長期国債, 5. 長期国債, 6. 中期国債)。なお、超長期債には変動利付債、長期債には物価連動債が含まれ、これらはプレンプラタイプとは投資動機が異なる可能性があると思われる。このためそれぞれ分けて検討することが望ましいが、公表データではそこまで区別されていないので、これ等を含めて一体的に見ざるを得ない。

海外投資家の超長期国債の売買高は年度を追って拡大しており、全体の占める割合も04年度の21.1%から、年々その割合を高め07年度には34.0%と3割を超えるまでに至っている。海外投資家同様に増大傾向が見られるのは国内投資家では長期性の運用資金を有する信託や生損保であるが、それでも07年度でそれぞれ18.0%、7.0%に止まる。超長期債国債については、いずれの年度も業態としては最大の売買部門であり、しかも直近では他の業態を大きく上回っている。海外投資家は、市場の売り買いニーズの3分の1について、その対等者としてこれを充足する形になっている。

長期国債の売買高は総じて増大傾向を示しており、全体に占める割合は3割内外で推移している。売買高は、いずれの年度も国内投資家を上回り、最大の売買部門である。

中期利付国債は超長期債国債同様に売買高が

年度を追って拡大しており、全体に占める割合も04年度の16.8%から、06年度、07年度には26~27%に達している。直近2年度の売買高は国内投資家を上回っており、最大の売買部門である。

海外投資家は中・超期国債では、期限が長期になるほど国内投資家を大きく上回る売買高を有し、全体に占める割合も大きい。そして期限の長い国債ほど売買に積極的であり、国債市場の流動性供給に大きな影響力を有するようになってきている。

2. 国債の売買差額で見た海外投資家の投資動向

売り買いの差額を見ることによって需給面から相場形成への影響力を一定程度判断できると考えられる。買越し額が大きければ、少なくとも需給面から国債の価格水準を下支えする効果を有しているといえる。海外投資家の国債の売り買いの差額を、主要な国内投資家と対比することによってその影響度合いを検討する。なお、売買高と同様に国債を中長期債、短期国債に分けてみていく⁸⁾。

(1) 中・超期国債の売買差額

海外投資家は中・超期国債についていずれの年度も買越しであり(図表3の1. 中・長期国債)、その規模は06年度を除き7~8兆円のコンスタントな買越しであるが、06年度は12兆円台と大きく膨らんでいる。06年度の規模は既往最高の規模と考えられる⁹⁾。

中・超期国債の内訳を見ると(図表3の2. 超長期国債, 3. 長期国債超長期, 4. 中期国債)、超長期国債はいずれの年度においても買越しとなっており、その規模は04年度では0.3

図表3 国債主要投資家別売買の差額

1. 中・超期国債(超長期国債+長期国債+中期国債) (単位:兆円)

	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度
都市銀行	6.6	5.8	8.1	5.8
地方銀行	-4.4	-5.2	-2.1	0.3
信託銀行	-8.2	-10.9	-14.8	-12.2
生損保	-5.3	-4.4	-2.5	-1.8
投資信託	-0.3	-1.0	-0.5	-0.3
海外投資家	-7.4	-7.0	-12.1	-8.2
その他	21.6	19.0	40.6	37.6

2. 超長期債

	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度
都市銀行	0.2	-0.1	-0.6	1.0
地方銀行	-1.3	-1.2	-0.3	-0.2
信託銀行	-3.9	-3.0	-3.9	-5.5
生損保	-3.7	-2.6	-1.8	-3.0
投資信託	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
海外投資家	-0.3	-2.0	-4.5	-1.9
その他	12.8	14.0	13.2	11.6

3. 長期国債

	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度
都市銀行	5.1	3.9	3.0	0.5
地方銀行	-0.3	-2.3	-0.1	-0.3
信託銀行	-1.2	-4.8	-6.8	-3.3
生損保	-1.2	-1.6	0	1.4
投資信託	0	-0.6	-0.2	0
海外投資家	-2.8	0.2	-6.6	-3.8
その他	-12.5	-13.3	13.2	11.2

兆円であったが、05年度には2兆円に急増し、06年度には4.5兆円と一段とその規模を拡大させ、最大手となっている。しかし07年度では06年度半分以下の買越し規模(1.9兆円)に縮小し、信託銀行、生損保に次ぐ買い手の地位に後退している。長期債は、05年度以外は大幅な買

越しであり、07年度は前年度比減少ながら最大手となっている。05年度は売越しであり、海外投資家の投資姿勢が大きく後退した年である。中期利付国債もいずれの年度も買越しであるが、その規模は04年度、05年度は4.3兆円および5.2兆円であり、この両年度は最大手となっ

4. 中期国債

	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度
都市銀行	1.3	2.0	4.5	4.3
地方銀行	-2.8	-1.7	-1.9	-0.4
信託銀行	-3.1	-3.1	-4.1	-3.4
生損保	-0.4	-0.2	-0.7	-0.2
投資信託	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2
海外投資家	-4.3	-5.2	-1.0	-2.5
その他	21.3	18.3	14.2	14.8

5. 短期国債

	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度
都市銀行	-86.6	-78.7	-34.3	-15.7
地方銀行	-3.2	-0.7	-1.8	-3.8
信託銀行	-37.0	-26.8	-22.8	-22.2
生損保	-2.7	-2.2	-4.8	-6.8
投資信託	-18.9	-21.8	-20.9	-18.3
海外投資家	-31.6	-25.9	-37.4	-49.3
その他	221.1	187.9	174.9	188.7

(注) 1. -は買越し。

2. 2004, 2005年度の長期国債には入札国債を含まない。

(出所) 日本証券業協会 HP より作成。

ている。しかしながら06, 07年度ではそれまでの半分以下の規模に落ち込んでおり、07年度では信託銀行に次ぐ買い手に後退している。

海外投資家は売買高では国債の種類によって最大手ないしそれに近い規模を有する部門であり、そして最終的には買越しとなっている。しかし買越しの規模は年度によって大きく振れており、時として買いの最大手、そして時にはその地位を大きく後退させている。このことは需給面から相場形成に与える影響が大きいといえ、また最大の買い手はその規模を大きく縮小させることは、それまでの買いで支えられた価格水準を引下げる方向に作用した可能性もあり得る。近時の海外投資家の投資動向は時として

相場形成の波乱要因にもなっているといえよう。事実、海外投資家による景気観測等に基くポジションの造成、そして想定ストーリーが外れての巻き戻し、また裁定取引のポジションの解消などにより、海外投資家の売り買いが一方に傾いた時には国債の相場形成がこれに引きずられると近時市場参加者から指摘されることが多い¹⁰⁾。

(2) 短期国債の売買差額

短期国債については(図表3の5. 短期国債)、いずれの年度も買越しとなっている。04, 05年度は26~31兆円の買越しであったが、06年度では37兆円へ、さらに07年度では49兆円と大

大きく膨らんでいる。直近2年度は最大の買越し部門である。直近2年度の海外投資家の投資動向は需給面から少なくとも短期国債の相場形成において下支えの役割を果たしていたと考えられる。海外投資家は従来から為替の円高傾向の下で短期国債の取得が強まる傾向があるが、最近は裁定取引に絡んだニーズもその取得に影響するようになってきているようだ。例えば06年度以降は量的緩和解除を受けた金利上昇期待とボラティティの高まりを受けて、各種金利裁定を行うためにタームものの円金利として短期国債の取得以降が強かったと指摘されている¹¹⁾。

なお、2003年以前についてみると(図表4)、為替が円高傾向を示した1998年度、1999年度にも海外投資家の短期国債の買越し規模が大きく膨らんでいる。両年度は次順位の国内投資家の数倍の規模(98年度はその他金融機関の8倍、99年は都市銀行の1.9倍)で突出している。短期国債の相場形成への影響としては、以前の方

がはるかに大きい時期が見られる。

(3) 超・中期国債に対する海外投資家の投資姿勢

海外投資家は投資動向によってリアルマネー投資家とヘッジファンドに二分することが可能であるが、この間海外投資家全体としてはどのような投資対応であったであろうか。どちらの部門の投資動向が強かったであろうか。この点を長期性の運用資金を有し、国債保有が増加傾向にある信託や生保(図表5)などの国内投資家の投資動向と比較して検討してみる¹²⁾。この場合、売買規模に比し買越し額の割合が大きければ国債の取得動機が強かったと考えられる¹³⁾。

売買規模と売買差額の割合を中・超期債について種類別に見ていく(図表6)。なお、売買差額が買越しの時のその割合を取得動機指数(%), 売越しの時の割合を売却動機指数(%)

図表4 短期国債の主要投資家の売買差額

—2003年度以前—

(単位:兆円)

年度	1998	1999	2000	2001	2002	2003
都市銀行	-2.8	13.3	32.1	25.0	36.6	53.4
信託銀行	1.7	4.7	14.0	11.7	19.6	21.6
その他金融機関	3.7	6.5	8.3	4.2	11.5	23.0
海外投資家	30.9	25.3	16.3	13.0	16.2	23.8

(注) -は売越し

(出所) 日本証券業協会 HP 等より作成。

図表5 信託銀行及び生命保険の国債保有状況

(単位:兆円)

年度末	2000	2002	2005	2006	2007
信託銀行	31	39	94	110	118
保険	32	35	45	49	50

(注) 1. 年度により調査対象会社が異なるので参考値である。

2. 信託銀行は、銀行勘定と信託勘定の合計。

(出所) 信託銀行協会、生命保険協会の HP より作成

図表6 国債の主要投資家の売買動機指数

1. 超長期債 (単位: %)

年度	2004	2005	2006	2007
信託銀行	27.4	18.5	22.6	29.9
生損保	61.9	40.9	32.0	40.3
海外投資家	1.3	7.5	15.2	5.6

2. 長期債

年度	2004	2005	2006	2007
信託銀行	1.9	7.3	10.0	3.8
生損保	8.7	12.4	0.1	-11.8
海外投資家	4.2	-0.2	9.1	4.3

3. 中期債

年度	2004	2005	2006	2007
信託銀行	7.7	5.8	7.0	5.0
生損保	7.5	4.4	15.6	4.7
海外投資家	8.9	8.0	1.2	2.8

(注) %は、買越し額(売越し額)/売買額。正は取得動機指数、負は売却動機指数。

と呼ぶこととする。

超長期国債では海外投資家はいずれの年度も売買差額は買越しであるので各年度とも取得動機指数であり、各年度の割合は1%から15%と振れが大きい。一方信託、生損保を見ると、これ等機関も各年度とも取得動機指数であるが、その割合は信託が2割から3割程度のゾーンにあり、生損保では3割から6割のゾーンで推移しており、極めて高水準である。海外投資家は、売買規模で見ると最大の業態であるものの、取得動機指数は信託、生保を大きく下回る。信託、生損保に比べると海外投資家は取得動機よりも裁定等の短期的な売買ニーズが強かったといえる。

長期国債では海外投資家は05年度を除き買越しであり、これらの年度の取得動機指数は4～9%である。05年度は僅かであるが売却動機指

数となる。一方、信託は各年度とも取得動機指数であり、その割合はいずれの年も1割以内であるものの、年度によって振れが大きい。生損保は04～05両年度は取得動機指数であり1割内外であるが、06年では僅か0.1%へ、そして07年度は売越しであり1割強の売却指数となっている。海外投資家は長期国債については超長期債に比し取得動機の売買が少なく、年度によって振れも大きい。とはいえ信託、生損保と大同である。長期国債は他の期限の国債に比し流動性が相対的に高く、相場観や金利裁定等の短期売買ニーズを長期国債で一定程度充足する傾向が、いずれの部門においても強く、時として売り買いが一方に傾く傾向があると思われる。すなわち信託、生損保など国内投資家については、金利観やデュレーションの調整として長期国債が利用される傾向が強いと考えられる¹⁴⁾。一

方、海外投資家は、金利観に基づく取引のほか先物との裁定取引（7年ゾーン中心に）の影響も大きいと見られる。

中期利付国債については、いずれの年度も買越しであり、取得動機指数であり、その数値は04～05年度は8%台であるが、06～07年度は1～2%台に落ち込んでいる。一方、信託も各年度とも取得動機指数であるが5～8%ゾーンで推移している。生損保もいずれの年度も取得動機指数であり、4%から16%で推移している。中期債の海外投資家の取得動機は相対的に信託、生損保に比べ小さく、その振れも大きいといえる。中期債は金融政策の影響を強く受けやすいゾーンであり、海外投資家は先行き金利の想定ストーリーや裁定取引に基く投資姿勢が長期債以上に強く表れているように思われる。

まとめると海外投資家は、長期限の国債では超長期債、中期債では長期性投資資金を有すると見られる信託、生損保との比較し、取得動機のニーズは強くなかったといえる。すなわち信託、生保に比べて裁定などの短期売買ニーズが大きいといえる。年度による振れも信託、生損保に比し総じて大きいので、海外投資家はポジションの造成とその巻き戻しなどの投資動向が反映しているように思われる。とはいえ超長期債に対する取得意向は信託や生損保以外の国内投資家に比べると総じて強いといえ¹⁵⁾、リアルマネー投資家などの海外投資家がわが国の超長期債国債の取得に積極的であったことも窺われる。なお、長期国債では信託、生保などと有意な差はみられなかったが、長期国債に含まれる物価連動債については、多くの市場関係者から売買及ぶ取得の大きな割合を海外投資家が占めていると指摘¹⁶⁾されている。この点を踏まえると長期国債のうちプレンプバニラについては、後

述の先物との裁定も想定されるゾーンでもあり、中期債に近い投資動向も想定されるが、公表データからこの点を読み取ることはできなかった。

Ⅲ. 海外投資家の国債保有状況

日本銀行の資金循環統計で政府短期証券を含まない国債と政府短期証券の部門別の保有状況が見られる。海外投資家は、前述の通り04年度以降流通市場において常態的に国債を買越している。これ等は保有状況にどのように反映されているだろうか。資金循環統計では償還額が考慮されていること、流通市場以外の売買・取得もあり得ることから、直接的とはいいがたいが部分的にこうした状況が反映されている可能性がある。

1. 国債（政府短期証券を含まず）の保有状況

政府短期証券を含まない国債の保有状況についてみると（図表7の1. 国債（政府短期証券を除く））、ストックベースでは04年度以降増加基調にある。04年度末の保有額は27兆円弱であったが、以後毎年度代替わりし、07年度末には初の50兆円乗せを示現している。フローベースで見ると、06年度の増加額が12兆円と最大であり、次いで07年度の9兆円弱であり、直近2年度の拡大が目立つ。

全体に占める比率は、わが国の場合は公的機関の保有割合が大きいこともあり、依然として一桁台に留まるものの04年度末の4%台から07年度末には7%台へと着実に上昇している。資金循環統計のフローベースの増加額と流通市場の買い越し額とは必ずしも一致しないものの達

図表7 海外投資家の国債保有状況

1. 国債(政府短期証券を除く)

(単位: 億円, %)

年度(末)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ストック	242,874	165,393	180,430	200,146	268,231	304,916	416,370	500,972
フロー	70,874	-52,554	39,590	16,472	75,986	45,888	122,963	88,694
買越し額					73,736	69,917	121,617	82,565
全体に占める保有割合	5.9	3.5	3.4	3.5	4.2	4.6	6.2	7.2

(注)買越し額は、超長期国債、長期国債、中期国債の合計。

2. 政府短期証券

(単位: 億円, %)

年度(末)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ストック	21,674	15,536	32,374	34,485	25,608	39,588	46,118	119,899
フロー	848	-6,138	16,838	2,111	-8,877	13,980	6,530	73,781
買越し額					42,965	60,897	67,081	125,881
全体に占める保有割合	4.5	3.1	5.6	4.0	2.7	4.1	4.6	11.1

(注)政府短期証券の買越し額は、各年度末の直近3ヶ月間。

(出所)日本銀行「資金循環統計」、日本証券業協会HPより作成。

観していえば傾向的には整合的といえる。流通市場経由の買越し状況は、保有状況にも一定程度反映されているといえよう。

2. 政府短期証券の保有状況

政府短期証券の保有状況についてみると(図表7の2. 政府短期証券)、ストックベースでは2004年度末の保有額は前年度末から1兆円弱落ち込んだ2.5兆円台であるが、以後増加に転じ07年度末には12兆円弱と大きく拡大し、初めて10兆円を越すに至っている。フローベースでは、04年度に減少し、その後は純増傾向が定着し、とりわけ07年度は7兆円と大幅な増加を示している。これを受け、海外投資家の保有比率も07年度末には11.1%と初めて1割を超えるに至っている。一方、流通市場の投資動向と関連については償還額を考慮に入れても、フローベースの額と買越し額(各年度末の直近3ヶ月間)とには有意な関係を見出しにくい。せいぜ

い07年度に流通市場においても既往最高の買越しを記録しており、この点が保有状況にも傾向として見られると言える程度である。

政府短期証券を除いた国債については、海外投資家が国債流通市場において有力な買い手となりつつあることが資金循環統計の保有状況にも一定程度反映されているといえる。しかし、政府短期証券については、その影響を見出しにくい。

IV. 国債に関連する取引の海外投資家の動向

海外投資家とりわけヘッジファンドなどは金利裁定やボラティリティの取引の対象として、またレバレッジという視点からも先物、オプション等のデリバティブ取引に注力している。これまで見てきた国債取引、すなわち現物取引

図表8 現先売買取引の主要投資家別月末残高

1. 売り残高(資金調達)

(単位: 億円, %)

	信託銀行	その他金融機関	投資信託	事業法人	外国人	その他	債券ディーラー	その他とも合計
01年3月末	0 (0.0)	6,513 (2.4)	0 (0.0)	182 (0.1)	12,634 (4.7)	55,876 (20.8)	192,986 (71.8)	268,641 (100.0)
02年3月末	0 (0.0)	117 (0.1)	0 (0.0)	59 (0.1)	10,617 (11.7)	14,350 (15.8)	60,472 (66.7)	90,675 (100.0)
03年3月末	0 (0.0)	423 (0.3)	0 (0.0)	55 (0.0)	24,019 (17.9)	4,942 (3.7)	104,824 (77.9)	134,509 (100.0)
04年3月末	0 (0.0)	6,070 (3.4)	0 (0.0)	98 (0.1)	29,137 (16.3)	5,671 (3.2)	137,395 (76.8)	178,806 (100.0)
05年3月末	500 (0.2)	5,751 (2.5)	0 (0.0)	80 (0.0)	70,784 (30.7)	3,253 (1.4)	150,032 (65.1)	230,535 (100.0)
06年3月末	0 (0.0)	9,070 (3.0)	0 (0.0)	60 (0.0)	114,671 (38.0)	6,155 (2.0)	171,642 (56.9)	301,679 (100.0)
07年3月末	0 (0.0)	5,200 (1.5)	0 (0.0)	121 (0.0)	172,782 (50.5)	1,387 (0.4)	162,329 (47.5)	341,819 (100.0)
08年3月末	0 (0.0)	2,140 (0.4)	0 (0.0)	268 (0.1)	196,004 (39.6)	17,907 (3.8)	279,019 (56.3)	495,338 (100.0)

2. 買い残高(資金運用)

	信託銀行	その他金融機関	投資信託	事業法人	外国人	その他	債券ディーラー	合計
01年3月末	1,009 (0.4)	13,625 (5.1)	14,279 (5.3)	8,264 (3.1)	10,560 (3.9)	150,331 (56.0)	66,038 (24.6)	268,641 (100.0)
02年3月末	588 (0.6)	3,000 (3.3)	9,920 (10.9)	4,237 (4.7)	21,607 (23.8)	13,137 (14.5)	28,458 (31.4)	90,675 (100.0)
03年3月末	2,703 (2.0)	5,727 (4.3)	11,531 (8.6)	3,551 (2.6)	35,024 (26.0)	46,386 (34.5)	25,940 (19.3)	134,509 (100.0)
04年3月末	1,837 (1.0)	8,790 (4.9)	9,076 (5.1)	3,533 (2.0)	72,544 (40.6)	35,571 (19.9)	40,109 (22.4)	178,806 (100.0)
05年3月末	2,636 (1.1)	6,766 (2.9)	10,809 (4.7)	3,965 (1.7)	97,665 (42.4)	27,699 (12.0)	80,353 (34.9)	230,535 (100.0)
06年3月末	2,112 (0.7)	6,352 (2.1)	7,340 (2.4)	5,540 (1.8)	125,513 (41.6)	22,712 (7.5)	129,965 (43.1)	301,679 (100.0)
07年3月末	1,184 (0.3)	2,404 (0.7)	7,294 (2.1)	3,688 (1.1)	101,153 (29.6)	45,370 (13.3)	179,439 (52.5)	341,819 (100.0)
08年3月末	1,752 (0.4)	1,419 (0.3)	9,189 (1.9)	3,149 (0.6)	176,621 (35.7)	86,613 (17.5)	216,272 (43.7)	495,338 (100.0)

(注) () は、合計に占める割合。

(出所) 日本証券業協会 HP より作成。

だけでなくレポ取引や先物、オプション等の国債に関連する取引についても現物の国債取引が拡大したと同じ時期に、それぞれの取引市場においてプレゼンスを高めている可能性がある。なお、海外投資家はレポ取引では債券貸借取引をほとんど行っていないと見られることから、現先売買取引を検討の対象とする¹⁷⁾。いずれも2000年度以降の動向を見てみる。

1. 現先売買取引

現先取引を債券種類別に見るとそのほとんどが国債（9割強）である（図表8の1. 売り残高）。しかし、現先売買取引の投資家別の売買状況は公表されていないので、月末残高の推移から海外投資家の取引状況を推定する。現先売買取引の月末残高は公社債全体であるが、そのほとんどが国債とみても大きな差異はないとみられる¹⁸⁾。

(1) 現先売買の取引規模

i) 売り残高

現先売買取引の売り残高（資金調達あるいは債券貸出）の推移を見ると（図表8の2. 買い残高）、海外投資家は05年3月末以降以降、急速に残高を拡大させている。05年3月末に前年度末比倍増の7兆円台に膨らんだ以降、年度を追って増大ピッチが速まり、08年3月末では20兆円弱に達している。全体に占める割合も、この間3～5割のゾーンで推移している。

ii) 買い残高

買い残高（資金運用あるいは債券借入）も、年度を追って増大傾向を示している。04年3月末に前年度末比倍増の7兆円台に膨らんだ後も拡大基調が持続し、08年3月末では17兆円台に達している。この間全体に占める割合も3～4

割で推移している。

以上から海外投資家の現先売買取引の市場規模は売り、買い両建てで03年頃から急速に拡大していることが分かる。残高の増大に応じて取引も拡大傾向を辿っていたものと思われる。

(2) 国債種類別現先売買取引

現先売買取引を国債種類別（全投資家の合計）に見ると（図表9）、以前は短期国債以外の債券取引には有価証券取引税が課されていたことから、現先売買取引のほとんどが短期国債によるものであった。しかし、近時はその状況が大きく変化している。短期国債の取引が縮小傾向を辿る一方、03年度頃から長期の期限国債を利用した現先売買取引が急速に増大している。07年度では超長期債が全体の2割強、長期債が3割強、中期債が2割強をそれぞれ占めており、これ等長期期限の国債でほとんどを占めるようになってきている。

また、現先売買取引をアウトライト売買と比較してみると（図表10）、近時、中・超期国債についての現先売買取引がアウトライト売買に比し大きく拡大していることが分かる。現先売買取引のアウトライト売買に占める割合（現先売買取引/アウトライト売買＝現先倍率という）を国債の種類別にみても、短期国債は00年度では現先倍率は3倍弱に達していたが07年度では1倍強に止まる。一方03年度あたりから中・超期債の現先倍率が増加に転じている。07年度では超長期債が8倍、長期債が3倍、中期債が2倍に達している。

短期国債の現先売買取引の減少は、有価証券取引税が1999年に廃止され、現先売買取引のニーズが他の国債に振り替わったともいえない。しかしそれだけで03年度辺りからの

図表9 主要公社債種類別現先売買高

(単位:兆円, %)

年度	国債					政府保証債	財投機関債等	金融債	社債	非公募債	合計
	利付超長期	利付長期	利付中期	短期国債							
2000	2,007(100.0)	101(5.0)	19(1.0)	1,881(93.7)		17	0	21	24	23	2,097
2001	1,624(100.0)	137(8.5)	47(2.9)	1,431(88.1)		16	0	31	33	36	1,749
2002	1,383(100.0)	342(24.7)	137(9.9)	879(63.6)		32	2	28	46	30	1,543
2003	2,611(100.0)	882(33.8)	417(16.0)	1,201(45.9)		35	4	26	56	35	2,804
2004	3,468(100.0)	1,272(36.7)	670(19.3)	1,148(33.1)		51	9	22	69	32	3,697
2005	4,178(100.0)	1,514(36.2)	925(22.2)	1,002(24.0)		61	13	20	61	32	4,417
2006	6,549(100.0)	2,029(31.0)	1,837(28.1)	1,067(16.3)		39	11	11	39	31	6,719
2007	8,921(100.0)	3,036(34.0)	2,132(23.9)	1,504(16.9)		19	10	9	30	24	9,055

(注) () 内は国債の種類別の売買割合。
(出所) 日本証券業協会HPより作成

図表10 国債の現先倍率(現先売買高/アウトライト売買)

(単位:倍)

年度	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
超長期債	0.3	0.1	0.2	0.8	1.9	3.9	5.7	8.3
長期債	0.1	0.1	0.3	0.9	1.4	1.7	2.5	3.1
中期債	0	0.1	0.3	0.6	0.8	1.1	1.8	2.1
短期債	2.7	2.4	1.3	1.4	1.2	1.3	1.2	1.3

(出所) 日本証券業協会 HP より作成。

中・超期債の現先売買取引増大の説明には十分ではないと思われる。

データの制約から断定的にいけないとしても、次のように推論される。

国債の現先売買取引については、前述の取引残高から推定すれば、取引規模の三分の一ないし半分弱が海外投資家によるものと考えられる。そしてこれまで見てきた通り海外投資家は期限が長い国債ほどアウトライトでの売買に積極的であった。海外投資家は、03年頃からヘッジファンドを中心に取引を拡大させていると見られるが、ヘッジファンド等の海外投資家はアウトライト売買にレバレッジを効かせるために現先売買取引の売りをファンディング手段として利用していたと見られる。一方、現先売買取引の買いについては、外国金融機関等がわが国国債を介し円資金の一時的運用や裁定取引に利用していたと見られる。そして売り、買いの取引相手はプライム・ブローカーでもある外国証券会社が多かったとみられる¹⁹⁾。

近時の現先売買取引市場において、海外投資家と債券ディーラーが主たるプレイヤーという構図が明確になっているのも、こうした点が一因と考えられる。なお、このほか海外投資家は、海外でのファンディングや本国への送金などにも現先売買取引を利用している可能性も想定される。

2. 派生商品取引

海外投資家は従来から国債先物取引、国債先物オプション取引等の国債に関連する派生商品取引の割合が大きかった。国債先物取引、国債先物オプション取引はレバレッジの効く円金利投資の対象として、また取引所取引ゆえの相対的に流動性が高いことなどがその利点として挙げられる。2003年頃からのヘッジファンドの資金流入が増大していると見られ、こうした利点を有する国債関連の派生商品取引は一層拡大していると見られる。

(1) 国債先物取引

海外投資家の国債先物取引状況について、東京証券取引所が公表しているデータにより00年以降について暦年ベースで見ている(図表11)。海外投資家の取引規模(往復)は00年には282兆円であったが、03年には300兆円台乗せた後、急速な拡大を示しており、05年には700兆円弱、そして07年には1040兆円と1000兆円を越えるに至っている。全体の売買に占める海外投資家の割合も、00年には14.6%であったが、年を追って上昇を示し04年には30.3%と3割台に乗り、さらに06年、07年は4割前後を占めるに至っている。近時の国債先物市場の規模拡大には海外投資家が大きく貢献しているといえる。

図表11 国債先物取引主要投資部門別売買状況

(単位: 兆円, %)

暦年	その他とも合計	証券会社	銀行	海外投資家
2000	1,935(100.0)	744(38.4)	866(44.8)	282(14.6)
2001	1,472(100.0)	656(44.6)	493(33.5)	287(19.5)
2002	1,270(100.0)	556(43.8)	410(32.3)	278(21.9)
2003	1,293(100.0)	572(44.2)	370(28.6)	325(25.1)
2004	1,605(100.0)	655(40.8)	437(27.2)	487(30.3)
2005	1,969(100.0)	803(40.8)	438(22.2)	694(35.2)
2006	2,410(100.0)	930(38.6)	484(20.1)	966(40.1)
2007	2,709(100.0)	1,079(39.8)	558(20.6)	1,040(38.4)

(注) () は、その他とも合計に占める割合。

(出所) 東証要覧等より作成。

00年では銀行が全体の売買の4割強を占めていたことを考えると、近時の国債先物市場の相場形成は海外投資家主導になりつつあるといえる。

国債先物は、長期ゾーン(7年)の金融商品としては極めて流動性が高い²⁰⁾。このため市場参加者の景況感や各種の経済指標などの相場つきが敏感に反応する。景況観などの想定ストーリーに基く円金利を取引対象とするマクロ系やチャート等で過去の動きを統計的・解析的な分析の基いて円金利を取引するCTAなどのヘッジファンドを主体に海外投資家は、このゾーンの円金利取引の対象としてレバレッジも効く国債先物取引のポジションを増大させたと考えられる。とりわけ05年度あたりから取引規模の拡大に弾みがついているのは、金融の量的緩和解除の期待や景気上昇期待の高まりや一方でその不透明さが常に付きまとう下でボラティリティの高まりを収益機会と捉えて積極的にポジションを膨らませたこと、そして時として想定ストーリーに反する経済指標の発表などを受けて取引の巻き戻しも生じ、取引規模が大きく膨らんだと見られる。また、先物は最割安銘柄を通して

長期ゾーンの現物価格(主として7年期限の国債)と連動しており、現物国債と先物取引増大は時期的にも符合していることもあり、流動性の高い先物の価格を基準として取引が増大していた現物の価格と先物価格の歪にかけた裁定取引(最割安銘柄などと先物の裁定やベース取引)なども活発に行われていたと考えられる²¹⁾。

(2) 国債先物オプション

海外投資家の国債先物オプションの投資動向について、東京証券取引所が公表しているデータにより00年以降について暦年ベースで見えてみる。海外投資家の取引規模を見ると(図表12)、00年には63万単位であったが、04年には140万単位、06年には272万単位、07年に373万単位へと拡大している。04年以降の急速な拡大振りが目立つ。全体に占める海外投資家の売買の割合も年々、上昇している。00年には3割弱であったが漸次上昇傾向を辿り、07年では7割強を占めるまでになっている。国債先物オプションは先物市場以上に海外投資家の市場プレゼンスが大きく、近時の国債先物オプション市場拡大の

図表12 国債先物オプション取引主要投資部門別売買状況

(単位：万単位、%)

暦年	その他とも合計	証券会社	銀行	海外投資家
00年	215(100.0)	100(46.5)	47(21.9)	63(29.3)
01年	212(100.0)	55(25.9)	48(22.6)	105(49.5)
02年	207(100.0)	50(24.2)	53(25.6)	99(47.8)
03年	194(100.0)	46(23.7)	43(22.2)	101(52.1)
04年	253(100.0)	51(20.2)	54(21.3)	143(56.5)
05年	340(100.0)	72(21.2)	56(16.5)	207(60.9)
06年	412(100.0)	75(18.2)	57(13.8)	272(66.0)
07年	561(100.0)	95(16.9)	83(14.8)	373(66.5)

(注) プット、コールの合計。() は、その他とも合計に占める割合。

(出所) 東証要覧等より作成。

牽引者は海外投資家という姿になっている。

オプション取引はボラティリティにける取引であり、投資技術に長け、そしてリスク許容度の高いヘッジファンド等の海外投資家が、04年頃からポジションを大きく膨らませたと思われる。なお、海外投資家は先物オプションそれ自体のディーリングが多いといわれるが、先物取引等のヘッジニーズなども一部あったと思われる。

V. 終わりに

これまで海外投資家の投資動向を国債（現物）や先物等の国債に関連する取引について、公表データにも基いて2004～2007年度の間について見てきた。それによるとこの間、これ等の流通市場においては、海外投資家の投資増大を軸として有機的な関連を持ちつつ、発展・拡大してきたといえる。

国債市場では、海外投資家の売買高がこれまでない水準に達し、国内投資家を大きく上回るようになっており、また売買差額である買い越し額も時には国内投資家を大きく上回るように

なっている。海外投資家はこうした投資増大を通じて国債流通市場の流動性や価格形成に大きな影響力を有するようになってきている。この傾向は期限の長い国債ほど大きい。一方、先物等の国債に関連する流通市場においては、現物市場以上に海外投資家の売買シェアが高まっており、その影響力は一層大きいといえる。また、海外投資家による国債（現物）と先物などとの間での裁定取引等も取引動向から見て活発に行われていると考えられ、国債イルドカーブの合理性も一層高まっていると思われる。また本稿では検証しえなかったが裁定取引は米国国債等の海外金利とも行われているといわれており、わが国国債金利の海外金利との連動性も高まっていると思われる。

市場関係者が指摘する国債流通市場における海外投資家のプレゼンスの高まりとは国債に関連する流通市場も含め、こうした意味合いと捉えられる。しかし、このことは海外投資家の投資動向が大きく変化すれば、国債流通市場等の流動性や価格形成などが大きく変動することを意味していることでもある。

こうした懸念は2008年9月のリーマン・ブラ

ザーズ社の破綻 (2008年9月) により顕在化することとなった。サブプライム問題の発生を契機に世界的な信用収縮が生じているが、それがリーマン・ブラザーズ社の破綻により一層顕著となり、ファンディング・コストの上昇だけでなくカウンターパーティリスクも加わり、ヘッジファンド等においてはファンディングの困難さが増し、国債の投資活動を大幅に縮小させている。

国債流通市場では、2008年10～12月期の海外投資家の売買規模が大きく減少し、またこの間に中・超期国債についてはこれまでの買越し基調から一転して大幅な売越しに転じている²²⁾。こうした状況を映し国債の流動性が低下し、価格が乱高下する事態に見舞われることとなった。とりわけ海外投資家の売買や取得割合の大きかった変動利付債や物価連動債についてはこの間、大幅に価格が下落する場面がみられ、国内投資家もこうした事態を眺めて投資姿勢を後退させるに至り、これ等国債のその後の発行が見送られている。また、これ等の国債については市況対策等の観点から日本銀行のオペ対象への追加や会計処理の見直しなどの手当ても講じられている。一方国債先物市場では、2008年10～12月期の海外投資家の取引規模が前年同期比半減している²³⁾。国債先物取引の縮小は、現物債との裁定取引の縮小につながり、先物価格と現物価格の乖離拡大をもたらし、先物市場の重要な機能である現物債の価格ヘッジが困難になる事態も生じている。

もちろんこうした国債等の流通市場の波乱の展開は、国内外金融市場の混乱が基本的背景であるとはいえ、これまでの海外投資家を軸とした国債流通市場および国債に関連する流通市場の発展拡大の歯車が逆回転したという面がある

ことも否定できない。

国債等の流通市場は、直近ではやや落ち着きが見られるようであるが、海外投資家の投資動向が旧に復するには時間を要すると思われる。その間は、国債発行増大も見込まれる下で、国債流通市場においては国内投資家にこれまで以上の役割が求められることになろう。

注

- 1) 海外投資家の分類と投資戦略については、長野哲平・大岡英興・馬場直彦 [2007] 「円金利市場における海外投資家の動向について」、日銀レビュー、2007-12、日本銀行金融市場局および山脇貴史 [2006] 「3) 円債市場におけるデリバティブ取引状況」モルガン・スタンレー証券債券統括本部、株式会社日経リサーチ「最近の資金フローに関する研究会報告書」、加藤進、小林洋史、ジェイミー・コルウェル [2006] 「4) 「円債市場において海外投資家が行うデリバティブ取引状況」リーマン・ブラザーズ証券会社東京支店債券部、同などを参考にしている。
マクロ系、レタティブバリュー系、CTAの投資戦略については、前傾書山脇 [2006] では、P1で「マクロ系ヘッジファンドは、マクロ的な視点、日本の景気動向、金融政策に対して見通しを定めて、その見通しに合わせた取引から収益機会を狙っている」「レタティブバリュー・ヘッジファンドは、細かいカーブの裁定 (アービトラージ) を通じて収益機会を狙っている」「CTA (Commodity Trading Advisor) は、チャート等で過去の動きを統計的・解析的に分析している。それぞれのファンドが独自のモデルを作成し、売買を行うのが特徴」としている。
- 2) 前傾書長野哲平・大岡英興・馬場直彦 [2007] のP3「90年代半ば以降、同様 (市場の価格の歪を狙った) の裁定取引がさかんに行われたことから、市場価格の歪に起因する裁定機会は縮小してきている。そのため、ヘッジファンドを中心に、縮小した裁定機会から十分な収益を上げるため大きなレバレッジをかけたり、……」とある () は筆者挿入。また、前傾書山脇 [2006] のP43「レタティブバリュー系ヘッジファンドは、一気に500億円、1000億円といった取引量を行うことは珍しいことではない。」とある。
- 3) 各種の論文、資料等の記述内容を総合すると、市場関係者等は2003年辺りからヘッジファンドの投資動向を国債市場の参加者として意識するようになってきている。そのことは、ヘッジファンドの投資行動が国債流通市場で影響力を有するよう市場関係者等が実感として捉えるようになった時期と考えられる。例えばジョセフ・クラフト [2007] 「ヘッジ・ファンド業界の現状そして論点」、ドレスナー・クラインオート証券、関税・外国為替等審議会外国為替分科会第7回最近の国際金融の動向に関する

専門部会配布資料、平成19年6月15日開催、のP3「1990年以降……ファンドは……株式市場以外に為替や債券市場にも参入」「空前の流動性（金余り）からオルタナティブ投資として2003年以降ヘッジファンドに多額の資金が流れる」とある。また、「財政金融統計年報」、財務総合政策研究所では毎年1月号で「対内証券投資」の動向をとりまとめているが、このうち中長期債の動向の説明として第645号（2006年1月）、P11において「平成15年も引続き、ヘッジファンドや外国銀行を中心に国債と国債先物とを組合わせた取引や金利スワップと組合わせたアセット・スワップ等の裁定取引による国債売買を中心に……」とあり、この年の説明に「ヘッジファンド」の言葉を初めて使用している。引続き平成16年にもヘッジファンドの投資動向をもって対内証券投資の中長期債動向を説明している。また、前掲書山脇 [2006] では、P39「CTAは……最近1、2年（2006年3月時点からみて）でマーケットのポジションを非常に増やしているが、円債市場においてもマーケット・インパクトが大きくなってきた。」とある（ ）筆者挿入。

- 4) 売り買いで大きな割合を占めていることは（売買が一方に偏っていない限り）、他の投資家にとって市場における売買ニーズの主たる対当者となっていることを意味し、取引成約の実現性を高めることに貢献している。こうした意味で流動性の供給に貢献していると考えられる。債券ディーラーはマーケットメイクという重要な機能を担っているが、それは売買の仲介者として一旦売り買いのニーズを引取り、その後投資家にはめ込むべくことであり、最終的な流動性の供給者とは言いにくい。
- 5) 外国法人等とは、外国政府、外国政府機関、外国銀行、外国その他の金融機関、国際金融機関、外国年金基金、外国法人、外国個人、現地法人等の全ての非居住者などとされている。
- 6) 日証協の国債投資家別売買状況表等では、超長期国債が10年超、長期国債が6年以上～10年、中期国債が1年超～6年としている。
- 7) 例えば図表4の通り、海外投資家は1998年度、1999年度において円高傾向の下で為替差益を狙った政府短期証券の売買が年度ベースで大きく膨らみ、国債全体で最大の売買規模を有する部門となっている。
- 8) 短期国債はその商品性ゆえに年度ベースで見た売買差額としての買越し額が実態以上に膨らんでいる可能性がある。それは政府短期証券は、最長でも90日ないし120日には償還が到来するが、年度内償還分は統計上、売りには計上されないからである。仮に長期の期限の国債が売越しでも、実態以上に膨らんだ短期国債の買越し規模に起因して国債全体では買越しとなる可能性が少なくない。売買規模と同様に、国債を期限別に見る必要がある。
- 9) 03年度以前で公社債全体で見ると2000年度では11.8兆円の買越し、この年だけ（他は多い年度でも4.5兆円）突出して大幅な買越しを記録している。この背景としては財政金融統計年報645号 [2006年1月]、P11において「平成12年は、債券投資インデックスにおける日本国債のウェイト上昇を受けて、欧米投資家が保有するポート

フォリオに占める円債のアンダーウェイトを調整するため買いを行ったことや、裁定取引による利鞘確保を狙った日本国債取得が多く、……既往最大の買越し幅となった。」とされている。既に見たとおり、2000年度の売買高は都市銀行、信託銀行と同程度あり、一方これ等国内投資家の買越し額はいずれも2兆円台に止まる。この年の海外投資家は、金利裁定よりも取得意向の強い投資姿勢であったといえる。この点、売買規模が大きく、買越し額も総じて大きい2004年度以降の投資動向と異なると考えられる。

- 10) 例えば日本銀行金融市場局 [2006]「金融市場レポート—2006年後半の動き—」P9では「海外投資家は、先行きの景気・物価及び政策金利水準調整に対する予想等に基づき、……ポジションを構築していた。ところが、7月の利上げ以降、CPI基準改定を契機とする長期金利の低下や、これを受けたBEIの縮小等に直面したことから、ポジションの多くを解消したと見られる。こうした動きが、長期金利の低下を促したと指摘されている。」とある。
- 11) 例えば日本銀行金融市場局 [2006]「金融市場レポート—2006年前半の動き—」P5では「海外投資家が5月以降、短期国債の主要な買い手になっている。これは、金利上昇やボラティリティの高まりを受けて、各種の裁定を行うために短期国債投資を拡大させたことによるものとみられる。」とある。
- 12) 生保の投資家別売買高はデータの制約から生損保の数字。
- 13) これは次の事実を前提としている。①債券ディーラーは投資家の売り買いニーズをマッチさせる仲介業務が主体である。このため自己勘定による金利裁定やキャピタルゲイン目的の取引も一定程度存在すると考えられるものの、本来的に売買規模に比し買越し（取得）動機あるいは売越し（売却）動機の取引は大きくない。こうした事情を反映し債券ディーラーの売買額に対する売買差額の割合は、2004年度以降いずれの年度も0.1～0.2%と極めて小さい。②「その他」は、国債発行の事実上の発行主体（入札発行における市場への事実上の売却者）である日本銀行が含まれる。このため統計上「その他」部門は売買差額では売越しとなることが常態である。すなわち日本銀行は短期的な売買のニーズは小さく、もっぱら売越し（売却）動機を有する。「その他」の売買額に比し売買差額の比率を見ると、各年度とも50%内外と極めて高い。
- 14) 例えば国債投資家懇談会（第24回）議事要旨（20.11.18開催）のP10「10年債がどちらかというと中途半端な位置にあり、ポートフォリオのデュレーション調整に使っているため金利観に合わせて活用する状況になっている」との大手投資家の発言がある。
- 15) 信託、生損保以外では、農林系金融機関も取得額が相対的に大きく、04年では5.3兆円の買越し、取得動機指数も54.4%と高かった。しかし07年度では3.8兆円、取得動機指数16.7%に落ち込んでいる。
- 16) 例えば国債市場特別参加者会合（第23回）議事要旨（20.11.14開催）のP3「……物価連動債は海外投資家が7～8割を保有している。」との市場参加者の発言が

ある。

- 17) 詳しくは、「量的緩和と政策解除後の短期金融市場の動向」, 日本銀行金融市場局, 2006年7月31日および「2006年7月の政策金利引き下げ後の短期金融市場の動向」, 同, 2007年1月19日を参照されたい。
- 18) これまで見てきたように現物債の売買取引(アウトライト)はそのほとんどが国債であること, 現先売買は債券を担保とした短期の資金貸借の性格も有するが, その担保として国債は他の債券に比し価格情報の優位性や決済面での優越性を有していることなどから, 月末残高のほとんどは国債と考えられる。
- 19) プライム・ブローカーとは, ヘッジファンドが取引を行う際に資金や証券の貸付などのサービスを提供する金融機関である。わが国の場合は, 主として外資系証券会社がこのサービスを提供しているといわれる。
- 20) 国債先物取引は, 東京証券取引所では長期国債, 中期国債につきそれぞれ3限月が上場されているが, 通常は長期国債の1限月に取引が集中する。限月交代の月は2限月(当限と期先)に取引が集中する。すなわち2007年でみれば2700兆円, 月間では230兆円程度の取引が1~2銘柄に集中して取引されていることになる。ちなみに2007年度の現物長期利付国債(アウトライト)の売買高で981兆円であり, 月間では80兆円程度である。現物債は, 月間100銘柄前後が取引されているので, 銘柄により多寡はあるもののこの規模が100銘柄前後に分散されて取引されていることになる。明らかに先物と現物では1銘柄当りの取引規模が大きく異なる。先物の流動性は現物を大きく上回ると指摘される所以である。
- 21) 先物価格と現物価格の歪(ベースス)は, 限月交代の月に明確になる。ベーススにかけて裁定取引を行なっている海外投資家は, 限月交代の月(3, 6, 9, 12月)に一気に取引を増大させる傾向があるといわれている。
- 22) 海外投資家の2008年10~12月期の国債売買高は前年同期比2割減少, 中長期債は前年同期の3.6兆円の買越しから7.1兆円の売越しへ。2008年12月末の現先売買取引の市場規模は2007年度末比で半減。
- 23) 海外投資家の2008年10~12月期の先物市場の取引規模は前年同期5割減少している。国債先物オプションの取引規模は同5割強減少している。

参考文献

加藤進, 小林洋史, ジェイミー・コルウェル
[2006]「4」 「円債市場において海外投資家が行うデリバティブ取引状況」リーマン・ブラザーズ証券会社東京支店債券部, 『最近の資金

フローに関する研究会報告書』2006年3月, 株式会社日経リサーチ

川名洋平, 河西慎, 菱川功 [2008] 「近年のレバレッジの動向とヘッジファンドの関わりーリスク管理上の視点を踏まえてー」日銀レビュー, 2008-j-2, 日本銀行金融市場局
「金融市場レポート」2005年以降2008年までの各半期レポート, 日本銀行金融市場局

財務総合政策研究所「財政金融統計年報」2006年1月, 第645号

ジョセフ・クラフト [2007] 「ヘッジ・ファンド業界の現状そして論点」ドレスナー・クラインオート証券, 『関税・外国為替等審議会外国為替分科会第7回最近の国際金融の動向に関する専門部会配布資料』平成19年6月15日開催

長野哲平・大岡英興・馬場直彦 [2007] 「円金利市場における海外投資家の動向についてー量的緩和と政策解除以降を中心にしてー」, 日銀レビュー, 2007-j-2, 日本銀行金融市場局

日本銀行金融市場局「2006年7月の政策金利引き下げ後の短期金融市場の動向」, 2007年1月19日
日本銀行金融市場局「量的緩和と政策解除後の短期金融市場の動向」, 2006年7月31日

山脇貴史 [2006] 「3」 円債市場におけるデリバティブ取引状況」モルガン・スタンレー証券債券統括本部, 『最近の資金フローに関する研究会報告書』2006年3月, 株式会社日経リサーチ
「国の債務管理の在り方に関する懇談会」, 「国債市場特別参加者会合」, 「国債投資家懇談会」の各会合の議事要旨, 財務省

財務省, 信託協会, 新光証券, 生命保険協会, 東京証券取引所, 日本銀行, 日本証券業協会の各ホームページ

(日本女子大学非常勤講師)