最近の外国人投資家の動向について

代田　純

はじめに

御紹介いただきました代田でございます。

日ごろは学生相手に金融論を大学で教えておりまして、今ちょうど五月ということで、マネーサプライのＭ１とＭ２はどこが違うのかとか、小切手がどういった役割を果たすのかだとか、そういった話を学生さんにしておりまして、できる限り難しい経済用語を易しく話すということをふだんやっております。

今日はほとんどの方が専門家だと思いますので、実際の外国人投資家との売買とか、そういったことについては私よりもはるかに詳しい方がおられると思っておりますので、むしろ、後の質疑応答でいろいろと教えていただきたいと思っております。

私の方からお話しできるとすれば、歴史的なトレンドだとか、現在のマクロ的な、大きな環境だとか、そういったことになるかなと思っております。

今までやってきたこととの絡みで少しお話しさ

せていただくと、もともと、何でイギリスだとかヨーロッパのことを始めたのかということですが、私が大学院の学生として研究生活をスタートさせた一九八〇年代の前半は、日本でも、大量国債発行とか、「国債を抱いた財政から国債に抱かれた財政」といったようなことが非常にいわれたわけであります。そういったわけで日本でも国債の問題が非常に注目されるようになりまして、歴史的にどこか海外でこういったことはなかったのかといろいろ調べましたら、一九二〇年代のイギリスで第一次大戦の戦争国債の戦後の累積ということがございまして、その時期のイギリスのことをやってみるかということが、そもそもイギリスとのつき合いの始まりになります。一九九九年に勁草書房さんの方から「現代イギリス財政論」といった本を出させていただきましたが、それにまとめることになりました。

その後、大阪の北浜にあります日本証券経済研究所の大阪研究所の方に採用いただきまして、いよいよ証券市場のことについて本格的に研究ができるというときになりまして、イギリスの証券市場のことをやってみようということになったわけであります。

御承知のように、イギリスの証券市場というのは、国内的なところでも機関投資家のシェアが非常に高いんです。イギリス株の大体六〇％を、年金とか投資信託だとか生損保だとか、機関投資家が持っています。そういった状況ですので、おのずと機関化現象と証券市場をイギリスについて勉強しようということになりまして、大阪研究所におりましたころはそういったことについて主としてやっておりました。それが、一九九五年に最初に出させていただいた「ロンドンの機関投資家と証券市場」という本にまとめられております。

その機関投資家の中でも、イギリスの場合、特に年金が非常に高いシェアを持っております。さらにイギリスの年金の資金運用を見てまいりますと、実は日本株の組み入れ比率がかなり高いわけです。そういったわけで、むしろ日本の方から見て、イギリスの年金だとかの資金運用を考えていこうということになりまして、それをその後、二〇〇二年に東洋経済新報社から出させていただきました「日本の株式市場と外国人投資家」という本にまとめております。

その後、外国人の投資家についてどんなことを書いてきたかと申し上げますと、一つは、たまたまこの本を少しおもしろがってくれるちょっと変わった方がおられまして、経営財務管理学会というところで二〇〇四年に学会報告いたしまして、その話をもとに、研究所の「証券レビュー」の二〇〇四年一〇月号に「外国人投資家の増加と日本的経営」ということで、ちょっとしたものを書かせていただきました。

そのとき考えていたことを簡単に申し上げますと、キヤノンとかトヨタとか、現在、外人の持ち株比率が傾向的に上がっている企業というのは、同時に、いわゆるＲＯＥも上昇的な傾向を保っているというように見ておりまして、キヤノンのほか、山之内製薬とかドン・キホーテ、花王、武田、ホンダ、こういった企業で外人持ち株比率とＲＯＥが相関して上がっていっているといったようなことを主として調べまして、その結果、結論から申し上げれば、伝統的な日本的経営もだんだんと変わってくるのではないかといったようなことを書いたわけです。これは学会報告のときも大変に反論がありまして、外人の株主の増加と日本的経営の変化は直接的には関係ないんじゃないかといったような御意見もいただいております。

次に、財務省で国別の対内、対外株式投資統計をとっております。二〇〇六年になってからイギリスからの対内株式投資が物すごい勢いでふえたということがあって、財務省の方でもこれは何かあるということになったようで、二〇〇五年度の委託の研究会で、最近の資金フローに関する研究会というのがございまして、そこで一度、外国人投資家の動向についてお話しさせていただきました。それは現在、財務省のホームページに全部出ておりますので、もし御関心がある方は見ていただければと思います。（http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/tyousa/1803shikinfurou_18.pdf）

今日はそこまでの時間がないと思うんですけれども、一時期、ロンドンの証券取引所において日本の株の取引がかなりふえたとか、日本企業の株がロンドンでかなりふえていて、それは一体どういう仕組みになっているんだとかということがかなり話題になりましたが、それが二〇〇五年の時点でどうなっているかについて触れておりますので、御関心がある方は見ていただければと思います。

そのときに私は、イギリスからの対日株式投資は主としてヘッジファンドが多いんじゃないかという趣旨の話をしたんです。これは現在でも完全に外れているというわけではないんですけれども、そのときに、いや、そんなことはない、オイルマネーの方がもっと大きいはずだといった御意見をかなりいただきました。報告したのが平成一八年一月でしたから、大体一年ぐらいたちますが、その後一年間、私なりにいろいろと調べたりいたしまして、今日、皆様の前でお話しさせていただくような考え方に少し変わりました。

結論から申し上げると、二〇〇六年の後半の段

階での外人投資家の中には、ノルウェーの公的年金基金だとか、そういった部分は明らかに客観的なデータでも論証できるんですけれども、オイルマネーが入ってきているというのが今日の話の結論になろうかと思います。部分的には、多分、中東系、サウジだとかのマネーも入っているんだろうとは思うんですけれども、何分ホームページのデータからでは、入っているとも、入っていないとも、何とも申し上げられないというのが情報のディスクローズの状況なんです。ところが、ノルウェーの場合には、北海油田もあってかなりオイルの収入があるんですけれども、情報のディスクローズが非常にいいんです。かなり日本株を持っています。したがって、ノルウェーの年金基金の場合には、明らかに対日株式投資の一部分を担っていたと申し上げられるのではないかというのが、簡単に申し上げられる今日の話の結論になろうかと思います。

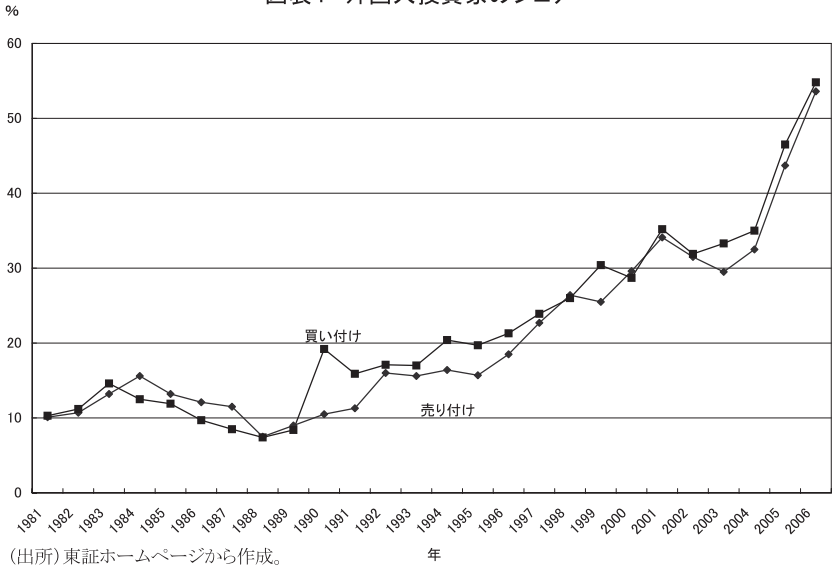
一、外国人投資家による対日株式投資の経緯と現在

(1) 一九八〇年以降の外国人投資家のシェア

それで、まず、お手元の図表1で過去のトレンドを見たいと思います。

御存じの方も多いと思うんですが、新日本証券の調査センターにおられた保田圭司さんという方が、一九九〇年前後に外国人投資家に関する著書を何冊か出しておられまして、そういった先行的な研究に依拠しながら私なりに見てきているんですが、保田さんの区分等々に従いますと、外人投資家の第一次ブームは一九六一年から六二年にかけてで、ソニーとかホンダとかの日本の成長企業が注目されて、ＡＤＲがアメリカで発行された時

図表１　外国人投資家のシェア



（出所）東証ホームページから作成。

期になる。第二次ブームは一九六七年から七〇年にかけての時期で、日本がＩＭＦ八条国に移行することで対日株式投資が増加した時期です。第三次ブームは一九七一年から七二年で、スミソニアン協定が成立して円高が進んだということで、為替面からも日本株投資が増加したということになります。

八〇年以降がようやくこの図表の中に出てくるんですけれども、私が知る限り、東証さんの方で出しておられるデータを連続してとれるのが一九八〇年以降になろうかと思いますので、図表１には一九八〇年からのデータをとっております。

一九八一年から八二年にかけてが第四次ブームになりまして、これが、現在注目されているオイルマネーが本格的に対日投資を開始した時期であるといわれていると思います。

八三年から八四年にかけてが第五次ブームで、

八〇年代は御承知のように世界的な株高現象ということで、そういったことを背景に欧州系のファンドを中心に日本株が買われました。

一九九〇年の段階では、日本を除いて世界的な株高であって、国際分散投資ということで第六次ブームということになろうかと思います。

第七次ブームが一九九五年から九六年にかけてですが、これはいわゆる日本での構造改革、財政構造改革なり日本的な公的金融の改革とか、そういった構造改革が期待されて外国人から日本が注目されたということになろうかと思います。

第八次ブームは一九九七年から九九年にかけてで、ここのところがいわゆるＩＴ革命、ＩＴテクノロジーによる情報化関連企業の注目ということで、日米ともに注目されたということになろうかと思います。

したがって、この辺からは保田さんの区分ではなくて私の区分になりますが、二〇〇一年からの段階で既に第九次ブームということになろうかと思います。第九次ブームはいわゆるアメリカのベビーブーマーによって四〇一ｋ等々が、日本株の薬品だとか電機だとか、収益性の高い企業を買ったということになろうかと思います。

したがって、二〇〇五年から二〇〇六年の現在の局面というのは、そういったような形で整理してまいりますと、第一〇次の外国人ブームということになろうかと思います。

今回、第一〇次ブームの特徴は、外国人の委託売買におけるシェアが五〇％を超えるといった量的な側面もさることながら、後で御説明いたしますように、欧州系投資家、ヨーロッパのシェアが外国人の中でも過半を超えるというようなことが、特に二〇〇六年を中心に特徴となってきております。

最近のところでもう少し、先に図表４で二〇〇五年から二〇〇六年にかけてのところを振り返ってみたいと思うんですが、二〇〇五年から二〇〇六年にかけての二年間の中でも、四回ほど外国人の売買におけるシェアが高まった時期がございます。

一つ目は二〇〇五年一〇月です。これは、棒グラフの左側が外国人全般の差し引きネットでの売買買越額で、右側が欧州系のネットでの売買買越額です。二〇〇五年一〇月でまず非常に高くなってきておりますけれども、この時期にいわゆる郵政民営化問題等で衆議院解散・総選挙という中で、外国人から日本の構造改革への期待が高まったということが非常に大きなインパクトになっているかと思います。

二番目は二〇〇六年三月で、この時期は、外国人の売買が高まったこともあると思うんですが、三月の期末決算期で、日本での売買が細ったことで外国人のシェアが高くなったという面も事実あろうかと思います。

三回目が二〇〇六年五月で、これは差し引き外国人は売り越しになっているわけです。売り越しなんですけれども、売買におけるシェアとしては非常に高くなったという時期かと思います。米系の投資家が中心に売り越しておりまして、原因としては、本当かどうかわからないんですけれども、多くのヘッジファンドの決算期が五月であるということが一般にはいわれております。

四回目が二〇〇六年九月、昨年の秋以降のところです。この時期は、特に全体の外国人と欧州系の売買との差が非常に小さくなってきているわけです。二〇〇五年はまだ米系がかなり高いシェアを持っていますので、全体の外国人の買い越しと欧州系の買い越しの間にかなり差があるわけで

図表2　地域別外国人売買状況

（単位：%、億円）

	米国		欧州		アジア		その他		総計
1987	15.5	▲ 11,999	50.8	▲ 43,085	24.4	▲ 11,859	9.3	▲ 2,294	▲ 69,238
88	14.4	460	49.2	▲ 4,110	24.8	▲ 156	11.6	4,927	1,121
89	17.2	4,182	47.5	▲ 16,727	22.4	▲ 4,871	12.9	▲ 375	17,773
90	19.2	323	45.6	▲ 19,859	20.4	▲ 4,379	14.8	▲ 232	▲ 24,147
91	20.5	17,418	45.5	22,279	24.3	11,970	9.7	5,241	56,907
92	22.3	6,961	43.0	1,861	25.9	1,378	8.8	▲ 1,045	9,156
93	29.0	8,504	39.2	1,746	24.1	2,748	7.7	1,428	14,425
94	33.0	17,140	43.5	16,896	17.0	5,855	6.5	1,904	41,796
95	37.6	23,993	40.9	14,925	16.5	2,548	4.9	227	41,692
96	34.2	9,049	42.2	20,545	19.6	4,150	4.0	66	33,811
97	38.3	11,071	40.1	10,959	17.3	▲ 5,080	4.3	▲ 2,198	14,751
98	43.5	9,140	37.4	▲ 9,754	16.3	▲ 1,730	2.8	▲ 559	▲ 2,902
99	43.7	60,701	36.4	15,596	17.9	1,491	2.0	103	91,306
2000	38.7	▲ 28,449	37.9	2,189	18.7	4,113	4.6	▲ 1,451	▲ 23,598
2001	38.4	40183	36.8	▲ 11,097	19.5	▲ 498	5.2	▲ 4,540	24,039
2002	35.7	12,720	37.9	▲ 2,070	20.8	▲ 590	5.7	▲ 1,390	8,860
2003	29.5	44,151	47.3	29,635	20.1	7,682	3.1	817	82,285
2004	28.9	33,836	47.9	31,915	21.4	7,615	1.9	2,153	75,520
2005	27.6	54,564	47.0	36,976	24.4	10,552	1.1	1,911	104,005
2006	25.7	4,312	51.3	25,962	22.2	22,458	0.9	3,367	56,100

（注）　売買代金における構成比率と純取得額。
（出所）　東証　　統計月報

す。しかし、二〇〇六年になりますと、外人の売買と欧州系の売買がかなり一致してきているわけです。結果的に非常に欧州系中心になっておりまして、この時期の欧州系の実態がオイルマネーではないかと以前からいわれているわけです。

(2)　地域別外国人売買状況

もう少し詳しく地域別に外国人の売買状況を見てみたいと思います。図表2に戻っていただきまして、地域別の外国人売買状況であります。

皆様御存じだと思うんですが、外国人といえば、日本の場合、もともと欧州系が非常に多く中心であったと思います。これは一九世紀以来、ヨーロッパのマーチャントバンクとか、そういった部分がイギリス国内で金余りになって、そのお金を植民地、つまりインドとかいったところの公債投資に回したということで、イギリスのマー

チャントバンク等々が、現在のシュローダーとか、そういったところの先祖が非常に外国証券投資を活発にやったといったようなことで、日本もそうした流れであったということです。

それから、イギリスの場合には、傾向的にポンド安が戦後一貫して進んできておりまして、特に円のような通貨の株式に投資しておけば、為替面からもメリットが大きいということがあって、日本にヨーロッパ系の投資家が歴史的に非常に投資を行ってきたということになろうかと思います。

他方、アメリカの投資家は、基本的なトレンドとしては、外国証券投資を本格化した時期は、実はごく最近であります。これは、国内の社債市場だとか、国内で運用対象がほとんど賄われるということもあったと思いますし、それから、二年ほど前、中南米危機だとかで外国証券投資でいろいろとダメージをこうむったことがあって、やはりちょっと慎重になってきたということがあろうかと思います。そういったわけで、八〇年代を見ますと欧州系のシェアがかなり高いわけです。大体五〇％ということでもともと来ていたわけです。

ところが、九〇年代に入って米系のシェアがかなり高くなってまいります。そういったことで、先ほども申し上げましたが、ベビーブーマーの退職時期が近づいて、株式組み入れ型の投信だとか、それを購入する年金だとかが増加して、アメリカからも日本にマネーが入ってくるようになったということで、特に一九九九年には、米系投資家というのは年間六兆円という過去最高のネットでの買越額になってきているわけでございます。

こういった特質は現在でも続いていることは続いているわけですけれども、実は、米系のシェアは二〇〇〇年以降、少し低下傾向にあります。対照的にヨーロッパの投資家のシェアが東証でも上

がってきていまして、先ほども少しお話ししましたが、二〇〇六年には欧州系のシェアが五一・三％ということで非常に高くなってきています。

今日は余り詳しくお話しできませんけれども、最近よくいわれるのは、アジア系のシェアの上昇が非常に注目されておりまして、これは、華僑、要するにリッチな中国人の層がいろんな形で対日投資をしているとか、税制優遇があってシンガポールにヘッジファンドがふえているとか、そういった要因がいわれています。

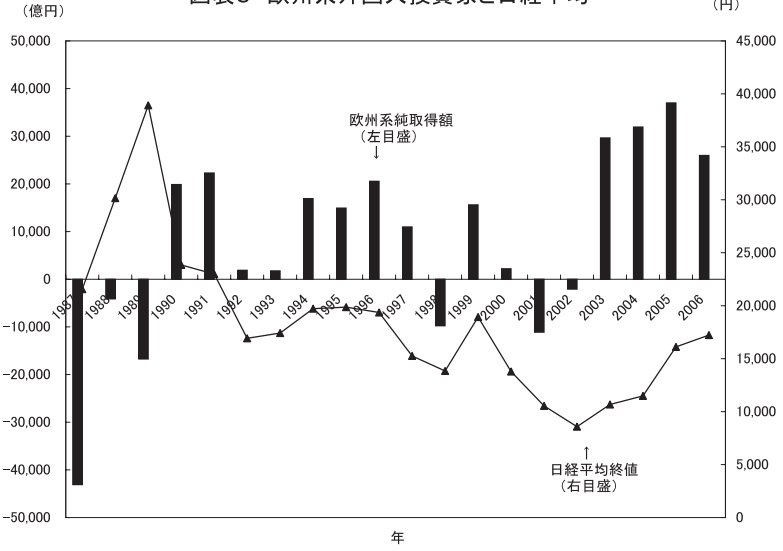
それから、「その他」の部分ですけれども、保田さんの解説等々も参考にいたしますと、八〇年代はかなり高かったわけです。かつては中東からのオイルマネーがこの部分に計上されていたということだと思います。ところが、その後、原油価格の低下ということがあって非常に低下傾向になってきているということが一つと、それから、後で詳しくお話し申し上げますけれども、直接的に日本に投資するのではなくて、イギリス経由で日本に投資するようになってきているということになろうかと思います。

(3) 欧州系外国人投資家の投資パターン

次に、図表3に参ります。

図表3は欧州系外国人投資家の投資パターンを見たものですが、これを見ていただくとおわかりいただけると思うんですけれども、投資パターンが非常に変わってきていると考えられます。八〇年代後半には、株価が全般的に上昇する中で欧州系が売り越しなんです。売り越す中で売買シェアが高かったんですけれども、二〇〇五年から二〇〇六年にかけては、株価が上昇する中で買い越しということで、簡単に申し上げてしまえば、かつては逆張りであったけれども、現在は順張りであ

図表３　欧州系外国人投資家と日経平均



（出所）東証ホームページ、日本経済新聞社ホームページから作成。

るというふうにスタンスが変わってきているということになろうかと思います。

既に九〇年代の半ばぐらいからそういった傾向が出てきておりまして、九四年から九六年のところで欧州系は買い越しになってきておりますが、株価も上がっています。今度は逆に、九八年に欧州系が売り越しに転じますと株価も下がる。それから、九九年に買い越しに転じると株価も上がるということになるわけです。さらに、二〇〇一年に売り越すと株価も下がるということで、株価のトレンドと売買がかなり相関してきています。

これはどうしてなのかということですが、一番単純に考えますと、外国人以外で売買する人が非常に減ったということです。よくいわれることだと思うんですが、外国人が本格的に買えば株価が上がるし、売り越すと、ほかに買い手がいないために下がってしまうといった形になってきたこと

が非常に単純な要因かと思います。

ただ、それだけかというと、必ずしもそうではないと思うんです。二つ目の要因は、インデックス運用が非常にふえたということだと思います。イギリスの年金等の運用で高いシェアを持っているバークレイズグループとかは、世界的にインデックス運用で高いシェアを持っているわけです。そういったこともあって、インデックス運用がふえて、指数構成銘柄を買うわけですから、指数と同じ動きになるということになろうかと思います。

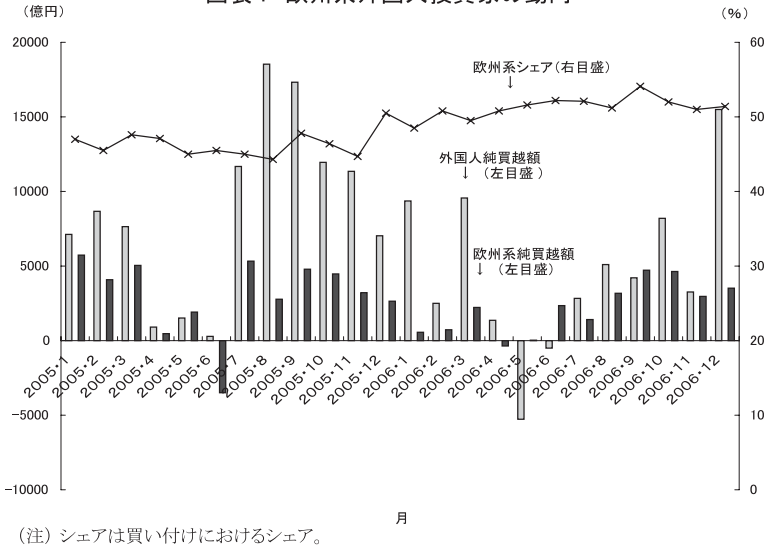
三つ目が、これはどこまで当たっているかわからないんですけれども、年金とか投信とか、いろんなファンドの運用のスタイルが短期的になってきているということもなくはないんじゃないかと思っております。かつてはこういったこともなかったんですけれども、現在は、年金の運用だとか投信の運用の評価機関が非常に多くなってきているわけです。三カ月ごととか毎月、どこそこの何ファンドが何％のパフォーマンスだとかと比較されてしまうわけです。そうすると、ファンドマネジャーの皆さんもサラリーマンですから、短期的に成績を上げないと生き残れないという問題があって、どうしても短期短期で運用を考えなければいけない。逆張りみたいに長期でやっている暇はないということもなくはないかなと感じております。

そういったことで、欧州系といってもスタンスが変わってきているということになろうかと思います。

⑷　欧州系外国人投資家の動向

その次は、図表4にまた戻りますが、もう一回見ていただきますと、二〇〇五年では外国人の中

図表４　欧州系外国人投資家の動向



（注）シェアは買い付けにおけるシェア。
（出所）東証ホームページ等から作成。

でも米系のシェアがそこそこ高かったんですけれども、二〇〇六年に入りますと、外国人全体の中で欧州系がほとんどになってきていて、二〇〇六年九月には欧州系のシェアが五四％ということで、欧州系のシェアが非常に高いということになろうかと思います。

もう少し詳しく国別に見てみるとどういうことになるのかというと、図表５になります。

財務省の統計では対内、対外証券投資統計が公表されているわけですけれども、国別にデータが出ております。これによりますと、統計のとり方がＥＵベースから欧州ベースに変わったということで、スイスはＥＵ未加盟ですので影響がないわけじゃないと思うんですが、全体のトレンドに影響するほどではないと思います。

図表５が示しますように、実は、欧州からの対日、つまり対内株式投資、二〇〇五年の場合、六

図表5　欧州からの対内株式投資内訳

（単位：億円）

	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
欧州	76	3,493	36,821	54,236	63,274	46,033
イギリス	6790	3,839	32,409	44,781	62,186	38,300
フランス	−2,189	−1,163	4,101	9,802	−2,720	9316
ドイツ	−2,449	451	161	284	2,764	753
ルクセンブルク	−383	313	158	367	718	449
スイス	−1,208	−5,636	−847	42	330	1,136

（出所）　財務省ホームページから作成。

（注）1　「欧州」は2004年までが「EU」、2005年からは「西欧」区分。
　　財務省国際収支統計の変更による。
　　2　欧州2006年については、11月までの速報ベース。

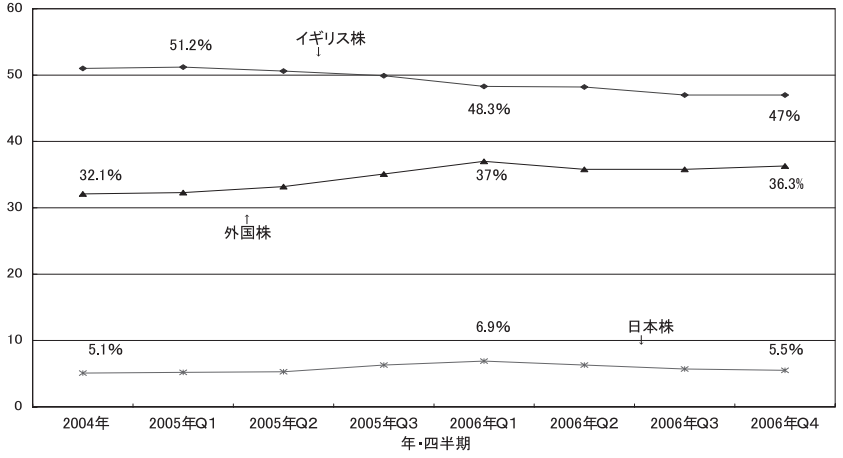
図表6　イギリスの主要機関投資家外国株の純取引額

（単位：100万ポンド）

		合計	年金基金	生命保険	損害保険	投信（IT）	投信（UT）
2003年	合計	3,694	4,927	−3,143	−211	584	1,537
2004年	第二四半期	2,171	267	2,094	−37	−475	322
	第三四半期	1,942	−412	2,148	−12	−541	759
	第四四半期	4,320	1,659	1,109	14	287	1,251
	合計	14,377	7,087	6,193	−77	−866	2,040
2005年	第一四半期	−652	−18	187	−48	−282	−491
	第二四半期	4,711	345	4,013	−9	−234	596
	第三四半期	3,325	−328	1,404	−24	304	1,969
	第四四半期	5,844	548	2,549	−196	−89	3,032
	合計	13,228	547	8,153	−277	−301	5,106
2006年	第一四半期	3,514	−28	2,901	−2	−245	888
	第二四半期	−1,563	−475	−911	−34	−511	368

（出所）　Financial　Statistics　各号から作成。

図表7　イギリス年金のポートフォリオ構成



兆三二七四億円のうち六兆二一八六億円、実に九八％がイギリスからの対日投資になっております。また、二〇〇六年の場合も同じく、四兆六〇三三億円のうち三兆八三〇〇億円、八三％がイギリスからの投資であります。したがって、欧州系投資家といっても、実質、八～九割はイギリスからの対日投資であるということになろうかと思います。

二、イギリスの機関投資家の動向

(1) イギリスの機関投資家の外国株取引額

問題はここからでございまして、イギリスからの対日株式投資の担い手は何なんだというわけです。それで、ここからが非常に手探りの模索になるわけです。

まず最初に、イギリス国内の機関投資家ということで、イギリスの年金とイギリスの投資信託がどういった状況であったかということについてこれからお話ししたいと思うんですけれども、全体的に統括的に見たものが図表６でございます。

これは、イギリスのCentral Statistical Office という統計庁みたいなところがございまして、そこが出している「Financial Statistics」というデータから持ってきているものです。イギリスの機関投資家としては、年金、生損保、投資信託、投信と申しましても、ユニット・トラストとインベストメント・トラストの二つに分かれますけれども、投信ということで一くくりにできることはできると思います。こういったところが主要な機関投資家です。

ただ、これは外国株投資全体ということで、日本株以外も含まれておりますので、一つの全体的な動向ということで見ていくわけですけれども、

この場合、四半期ベースで見ていきますと、二〇〇五年第一四半期のところで、イギリスの主要機関投資家のグループは売り越しなんです。ところが、日本の財務省統計の方でイギリスからの日本への株式投資を見ていきますと、実は、二〇〇五年第一四半期が一兆六五〇〇億円の買い越しになっているわけです。そのように、図表6のイギリス国内の機関投資家の動向だけでは、イギリスからの日本への株式投資を説明し切れないということになるわけであります。

(2) イギリス年金基金のポートフォリオ構成

そうなっていきますと、では何なんだということになるわけですが、そこに行く前に、もう少し詳しくイギリスの機関投資家の動向を見ておきたいと思います。

図表7でございます。お手元の資料では出所が落ちているかと思うんですけれども、Mellon Analytical Solutionsという年金運用機関がございます。そこのホームページからとったものでございまして、イギリスの年金基金の合計のポートフォリオの変動を公表しております。Mellonの方でサーベイしている範囲は、合同運用、つまりプールドファンドを中心に七九の年金運用機関と四一九〇億ポンドの年金資金を調査対象としていまして、政府統計でのイギリスの年金基金の資産残高は現在、大体九〇〇〇億ポンドでございますので、そのうち半分弱程度は対象になっています。

イギリスの年金というのは、御存じの方も多いと思うんですが、もともと株式の組み入れ比率が非常に高いんです。日本の常識ではちょっと考えられないぐらい高いわけです。この上のところがイギリス株でございまして、二〇〇〇年に差しか

かったところで五〇％ぐらいポートフォリオの中でウエートがあったわけです。それ以外に外国株のところが四割前後ございます。したがって、年金の中身は八割ぐらいが株であります。

かつて大阪の研究所にいて、ロンドンのファンドマネジャーに下手な英語でインタビューに行ったことがありますけれども、なぜあなた方はこのように株式の組み入れ比率を高くしてリスクをとるんだと聞きますと、彼らは、いや、これはリスクを下げているんだというんです。債券こそリスクが高いというんです。どうして債券はリスクが高いんだというと、我々はかつて物すごいインフレを経験していると。一九七〇年代後半から、天文学的というのはちょっといい過ぎだと思うんですけれども、二〇％近いインフレを経験していて、債券で運用していて、かつてメタメタにやられたというわけです。したがって、株で運用するというのは、実はリスクを下げることだというわけです。

そういった運用哲学みたいなものがどうもあるらしくて、もう一つは暴落が余りなかったということもいっていましたけれども、そういったことで、イギリスの年金の場合、株の組み入れ比率が非常に高いわけです。

最近になって少し下がってきている要因ですけれども、私も必ずしも専門ではないんですけれども、年金会計の退職給付債務の計算の変更があって株式の評価が低くなりがちのようで、最近少し下げてきているということがいわれているようであります。しかし国内株の方は下がっているんですけれども、外国株の方はそんなには下がっていないわけです。二〇〇六年現在で三七％あり、二〇〇六年の第四クオーターで三六％あるということですので、そこそこ高いわけです。

こういった中で日本株がどの程度かということですが、二〇〇四年には五・一％、これはポートフォリオ全体でのウエートになります。それから、二〇〇六年の第一クオーターで六・九％シェアがあったわけですけれども、二〇〇六年の第四クオーターでは五・五％まで下がってきています。Mellon の方でも余り細かいところまでは立場上コメントできないと思うんですが、要するに、日本株のパフォーマンスが余り高くなかったからだという趣旨のことが少し書かれてあります。

いずれにせよ、このデータで見る限り、イギリスの年金というのは、二〇〇六年の段階ではウエートを下げてきているということになろうかと思います。

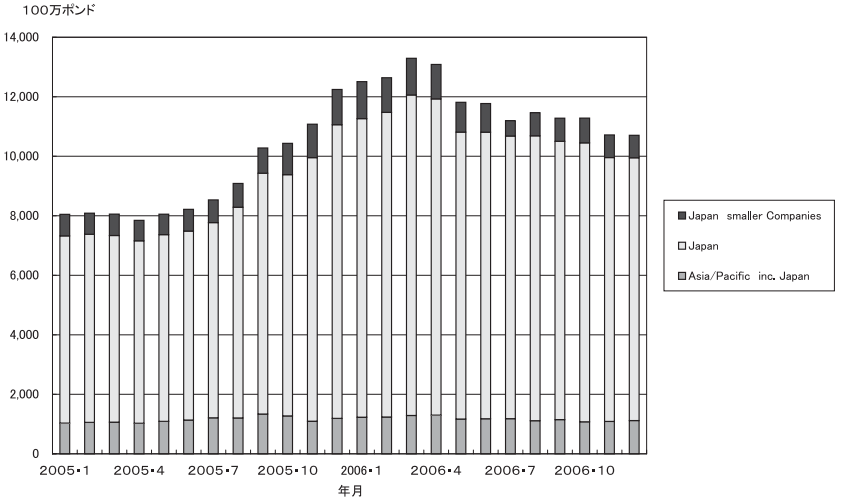
⑶ イギリス投資信託の日本関連ファンドの残高

次が投資信託です。図表8を見ていただきたいと思います。

現在、イギリスの場合、Investment Managers Association ということで、日本でいえば投信協会さんのような形になると思うんですが、ＩＭＡというところがデータを公表しております。

去年イギリスに行く機会があったんですけれども、ＩＭＡは割と友好的というか好意的で、ホームページからのｅメールで会ってくれまして、イギリスにおける最近の投資信託の販売経路で、フィナンシャル・アドバイザー経由というのは非常に高いんですけれども、そういったことについて一応質問に答えてくれたりしております。今日はその辺のところに触れる時間的余裕がございませんので、触れませんけれども、会ったりしてくれております。

図表８　イギリス投資信託の日本関連ファンド残高



（出所）IMAホームページから作成。

ＩＭＡがホームページに公表している日本関連のファンドの残高ということで、これはインベストメント・トラストとユニット・トラストの合計ですけれども、日本関連のファンドがどの程度で来ているかというのを図表８は示しています。

一番上がJapan smaller Companiesということで、中・小型株ファンドということになろうかと思うんですが、こういった形になっております。ごらんになっていただければわかると思うんですけれども、二〇〇六年一二月現在、七・六億ポンドということで、ＩＭＡ全体の投信残高の〇・二％で、向こうから見れば余り大きくないということになろうかと思います。

それから、Asia/Pacific inc. Japanというファンドの区分が一一億ポンドで、投信残高の〇・三％ぐらいということで、結局、日本株関連は黄色の部分のＪａｐａｎが中心ということで、

八八億円、二〇〇六年年末現在でございます。この黄色の部分がイギリスの投信残高の全体の二％に当たるわけですけれども、黄色の部分も含めまして、二〇〇六年の後半からずっと残高が減少してきているということになるわけでございます。

専門家の皆さんなので御存じだと思うんですけれども、全然投資家が売らなくても、時価が下がれば投信残高は減ってしまうわけですが、ホームページ上で見る限りは、差し引きネットの販売額が減少してきておりまして、売却額が増加することで残高が減ってきているということになっておりまして、投資家から日本株関連のファンドが売却されたことで残高が減ってきているということになろうかと思います。

こういったことで、かいつまんで御説明しておりますけれども、イギリスの国内の機関投資家である年金基金だとか投資信託は、二〇〇六年は売りになっているということになるかなというのが図表6、7、8で申し上げたいことです。

三、イギリスの対外債務増加とオイルマネー

次は図表9です。

改めていうまでもなく、二〇〇〇年、正確には一九九九年以降になりますけれども、原油価格の上昇が続いてきておりまして、一つには、イラク問題に代表されるように、中東情勢が悪化して原油の生産量が減るといった懸念。それから、中国のような新興成長国の経済成長による需要増加等々があって、そこにまた投機的な資金が入って、原油価格の上昇だとか高止まりが続いているということかと思います。

ＢＰが出している資料で確認してみますと、実

図表９　イギリスにおける銀行の対外負債（預金）増加

（単位：10億ドル）

	2005年1～3月		2005年4～6月		2005年7～9月		2005年10～12月	
途上国　1	ロシア	158	ロシア	91	サウジアラビア	67	ロシア	111
2	中国	33	サウジアラビア	74	インド	52	ウクライナ	19
3	イスラエル	31	リビア	25	中国	41	リビア	13
4	ブラジル	26	ポーランド	25	UAE	27	タイ	13
5	ウクライナ	21	エジプト	19	台湾	27	キプロス	9
先進国					ノルウエー	126	ノルウエー	98
原油価格		43.66		49.54		56.28		52.86

	2006年1～3月		2006年4～6月		2006年7～9月	
途上国　1	ロシア	171	ロシア	78	サウジアラビア	87
2	南アフリカ	68	南アフリカ	46	中国	60
3	インド	60	リビア		ロシア	56
4	クエート	32	ポーランド	20	ブラジル	43
5	マレーシア	26	トルコ	17	クエート	33
先進国			ノルウエー	138		
原油価格		57.65		64.72		65.68

（注）　イギリスで　営業する銀行の負債増加額を国別に示す。
　　ノルウエーは先進国の区分であり、欄外に付加した。
　　途上国の上位国を示す。
（出所）　Bank of England HP　Statistical Release,OPEC HPから作成。

際、中東地域における産油量は減っていた。二〇〇〇年に日量二三五〇万バレルあったものが、二〇〇二年に二一四七万バレルに減っております。それから、消費量ですけれども、私も見てびっくりしましたけれども、今、中国の原油消費量の方が日本を上回っているわけです。中国の原油消費量は、一九九五年には日量三四〇万バレルだったわけですが、二〇〇五年に七〇〇万バレルということで、日本の消費量は五三六万バレルですから、二〇〇三年に日本と中国の原油の消費量は逆転しておりまして、中国での原油の消費量が非常に増えております。

このほか、詳しくは申し上げませんが、いわゆるＢＲＩＣｓの原油の消費量は非常に増えているということになろうかと思います。

ほかにも要因はいろいろあると思うんですが、こういった形で原油価格は上昇してきて、結果的

に、中東だとか、これからお話しするようなノルウェー、北海油田等々の産油国経済を潤すことになったということになろうかと思います。

この図表9は、イングランド銀行がイギリスで営業する銀行のアセットとライアビリティーの対外的な部分について増減を国別に公表しているわけです。どこの国からイギリスで営業する銀行の預金が増えたのかがわかります。こういった形で産油国からイギリスにお金が入っていったということを論証できるようなデータがなかなかなくて、このデータをいろいろあちこちのホームページを見てようやく見つけたんですけれども、これを見てみますと、二〇〇五年から、ロシア、サウジ、ＵＡＥ、クエート、先進国区分になりますけれどもノルウェー、こういった形で、産油国からイギリスで営業する銀行の預金流入が非常に目立っているということになろうかと思います。単位は一〇億ドルでございますので、ドルでということになろうかと思います。

イギリスの対外的な債務がふえて、一般にイギリスはフォーリングエンパイア（没落する帝国）であるというようなことが言われたりするんですけれども、実は、それは裏返すと、イギリスが国際金融センターとして非常に信頼性が高いということで、いろんな国からお金が入っているということでもあるんです。ですから、イギリスの対外債務がふえていることは一概に否定的に考えられる問題ではなくて、現在でもロンドンが国際金融センターとしてのステータスを保っていると考えることもできようかと思います。

そういったわけで、今申し上げましたように、産油国からイギリス銀行に資金流入があるということになろうかと思います。

ちなみに、途上国区分とか先進国区分というの

は、イングランド銀行の方で区分しているものでございまして、私が勝手にやったものではございません。イングランド銀行の方でデベロッピング・カントリーズというグループで区分しているのがこの国々でございまして、先進国区分の中にノルウェーが出てきていて、それを一つの表にまとめたということになります。

一概にデベロッピング・カントリーズといっても、これはイングランド銀行も重々承知だとは思うんですけれども、イランだとかイラクというのは一人当たりＧＤＰが、イランが一七五〇ドル、イラクが九四二ドルなんですけれども、例えばカタールなんていう国は四万四五〇〇ドルもあるわけです。日本とほとんど変わらないというよりは、日本よりも高い状況でして、途上国として区分していいのだろうかという気はするんですけれども、イングランド銀行の方でこういう区分になっておりますので、原資料に忠実にさせていただきました。

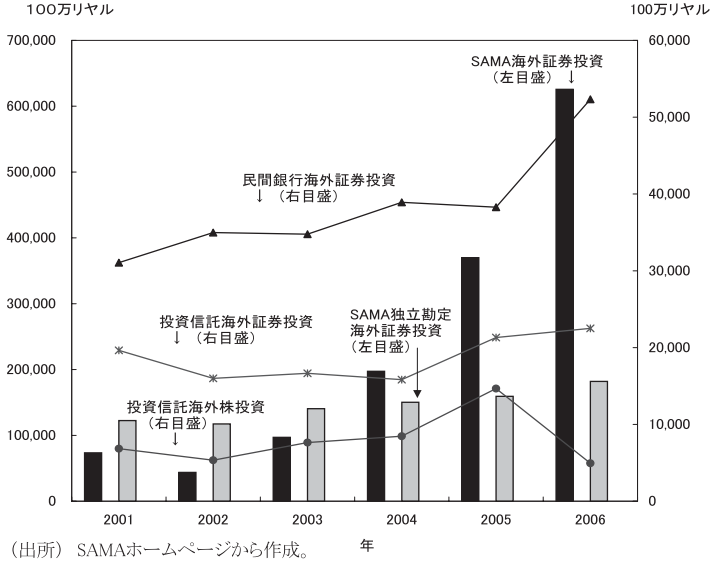
一番下の原油価格はＯＰＥＣのホームページから持ってきたデータで、オイルのバスケット価格ということで、いろんな油種をバスケットにして出している価格でございます。正確に相関しているかと言われると、そこはちょっと微妙な部分もあるとは思うんですけれども、原油価格の上昇に伴って産油国からイギリスへの資金流入があるということにはなろうかと思います。

四、サウジアラビア通貨庁（ＳＡＭＡ）の資金運用

続きまして、個別に産油国の投資家の動向を見ていきたいと思うんですけれども、図表10です。

これは、サウジアラビアの中央銀行であるＳＡ

図表10　サウジアラビアからの海外証券投資



（出所）SAMAホームページから作成。

MA（Saudi Arabian Monetary Agency）のホームページに出ているのをいろいろと当たりましたけれども、これ以上のところはほとんど何も公表していないというのが現状でございます。以前にいた大学の教え子で国際的な仕事をいろいろしているやつをつかまえて、取材源を明かさないから、おまえ、この辺のことはわからないかとか、いろいろ当たったんですけれども、なかなかわからないようでございます。サウジにいる人に聞いてもらったりもしたんですけれども、やはり相当ディフェンスが固いということで、これ以上のことはほとんどわかりません。

SAMAはサウジアラビアの中央銀行でありますから、当然のことながら通貨の発券業務も行っているわけですけれども、そういった本体勘定とは別の独立勘定ということで、国家としての石油収入の運用を公的年金の運用として委託されてい

るわけです。そういった関係になっておりまして、それが外国証券を含む証券等での運用ということになっております。これは一〇〇万リヤルということでございますけれども、現在、一ドル＝三・七五リヤルでございますので、アバウトで考えますと、リヤルの数字を割る四にしていただくと大体ドル建ての数字になります。

ＳＡＭＡの資産総額は全部合計いたしまして二四〇〇億ドルに達するわけですけれども、資産サイドで一番大きい項目が海外証券投資です。棒グラフで左目盛りのデータです。この部分が非常に大きくて、二〇〇六年現在、正確に申し上げますと、六五二五億リヤルになっています。海外証券投資という項目以上の内訳をＳＡＭＡは公表していないんですが、これは、一般的にはほとんどが米国債といわれています。アメリカの財務省がアメリカ国債の非居住者分の国別内訳を公表しているわけですが、そちらで見ていっても、ぴたり一致するというわけではないんですけれども、しかも、オイル・エキスポーティング・カントリーズというくくりになっているので、断定はできないんですけれども、海外証券投資の中心はアメリカの国債であろうかと思います。もちろんトップは日本で、第二位は中国ですけれども、産油国の米国債保有の順位がだんだん上がってきています。

実は、こういった本体勘定での海外証券投資以外に独立勘定での海外証券投資というのがございます。ここが、石油収入を公的年金の運用としている部分と、開発基金と申しますか、そういった基金として運用している部分になるわけであります。この運用の中でも、外国証券投資が、このグラフにありますように、傾向的にふえてきているかと思います。これ以上はＳＡＭＡのホームページに出ておりませんので、何とも申し上げられな

いんですけれども、この部分に株式が入っていないとは断定はできないだろうと思います。

このほか、ＳＡＭＡがホームページで公表しているデータといたしましては、この三つの折れ線グラフでして、一番上が民間銀行の資産における海外証券投資ということで、右目盛りです。二番目が、サウジの投資信託における海外証券投資ということで、これも右目盛りです。それから、サウジの投資信託の海外証券投資の内数として、投資信託の外国株、海外株投資残高というのを出しておりまして、これも右目盛りです。

そういったわけで、この辺までがどうにかこうにかわかるところなんですけれども、これ以上のことはわかりません。ちなみに、二〇〇五年にサウジの国内株式市場で暴落というか、株価低下が起こったようで、それに伴って外国株の金額も下げたということのようであります。

そういったわけで、ＵＡＥとかいったようなところはこういった情報すら公表していません。運用残高すら公表していません。それで、残念ながら、我々学者が扱い得るようなデータとして御紹介することはできないということになろうかと思います。以前に、ＵＡＥとかに、私は日本の経済学の学者で、アカデミックな観点だから教えてくれないかというメールを送ったこともあるんですけれども、残念ながら一切返事は来ておりません。そういうわけで、ほかにはわからないという状況です。

五、ノルウェー銀行と公的年金

こういったわけで中東系はほとんど中身がわからないんですけれども、これから御紹介するノルウェーの場合には、逆に、ここまで出していいの

かというぐらい情報を出してくれているんです。御承知の方も多いと思うんですが、ノルウェーというのはヨーロッパで有数の石油輸出国でありまして、北海油田による外貨の獲得によって非常に豊かな国になっております。ことしの一月にブルガリアとルーマニアがＥＵに入って、ＥＵの加盟国が二七カ国になって、欧州地域のほとんどが現在ＥＵ加盟国になっているわけですが、ノルウェーは従来と同様に今後も加盟する可能性は限りなくないだろうと思われます。

以前、ロンドンだったかと思うんですが、ホテルのブレクファストでノルウェー人と一緒になったことがありまして、たまたま混んでいたものですから、お互いに男一人の旅行ということで、ほかに行くところもないというので一緒のテーブルになりまして、黙って食べるのもなんだからというので、何となくお互い会話になりました。

私が、どうしてノルウェーはＥＵに加盟しないんだと聞いたんです。そうしたところ、相手はにやりと笑いまして、我々は石油収入があって非常に豊かである、ＥＵに加盟してもメリットがないんだよと言っておりました。これはまさしくそのとおりだと思うんです。ＥＵに加盟いたしますと、豊かな国は拠出金を出さなければいけません。そういった形で、経済がまだ発展段階にある国に対して補助金を払わなければいけないわけです。それで、豊かな国は加盟しても余りメリットがないということで、もちろんゼロというわけではないだろうと思うんですけれども、メリットが少なくともデメリットを上回らないということです。そういったわけでノルウェーは今でもＥＵに加盟していません。

ノルウェー政府は石油収入を公的年金として積み立てて、運用を行っております。その年金の運

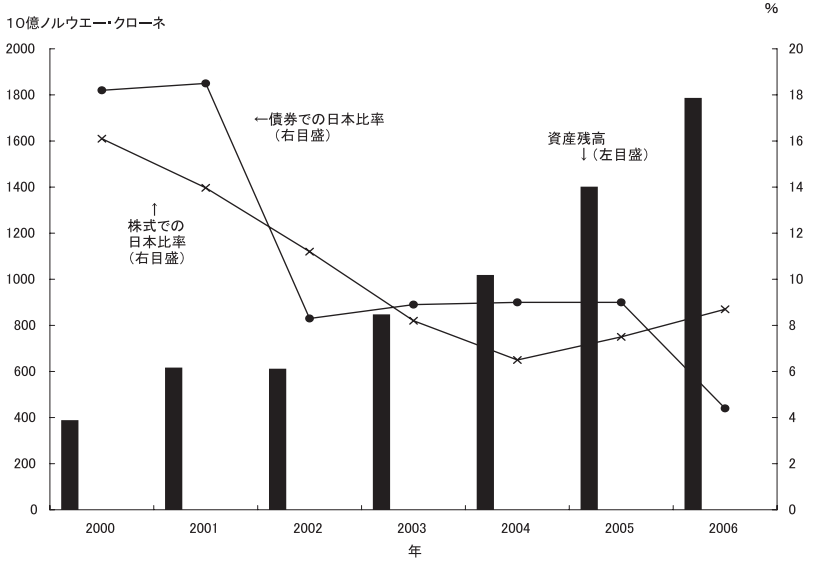
用がノルウェーの中央銀行であるノルゲバンクで、そのホームページ上でノルウェーの公的年金基金の運用動向は全部公表されております。後で御紹介いたしますが、グローバルベースで、持っている各国の株式の保有時価総額から議決権における比率まで全部出しております。ここまで出していいのかというぐらい出しているわけです。

以前にカルパースに加入者向けのホームページからメールを送りまして、カルパースが持っている日本株の銘柄リストをくれないかといったんです。私はアカデミックな観点からだから心配要らないということでメールを送りましたところ、カルパースは二〜三日して、検討の結果、おまえにやるといって送ってきてくれました。だけれども、ホームページには出していないと思うんです。しかし、ノルウェーの公的年金はだれでも閲覧できるような形で、日本株も含めて世界じゅうの持っている株を全部公表しています。それぐらいディスクローズがいいんです。どうもそれは、ノルウェーの国民である年金加入者に対する説明責任ということのようです。

図表11に示めしていますように、ノルウェーの公的年金の資産残高は一兆七八三七億ノルウェーマルクということで、現在、一ドルが約六ノルウェークローネなので、六で割ることで単純には計算できるわけですが、ドル建てに直しますと二九七二億ドルになりまして、よくカルパースは世界最大の年金基金といわれるんですけれども、二〇〇七年一月現在でカルパースの資産残高が二一八二億ドルですので、カルパースよりも八〇〇億ドルぐらい、現在ノルウェーの年金の方が資産残高が大きいということになります。

ノルウェーの公的年金自身は、ホームページ上で、世界最大の年金基金は日本であるといってい

図表11　ノルウエー公的年金基金と日本株



るわけです。そういったことで、単純に日本の公的年金の運用残高を比較すればそういうことになると思うんですけれども、ノルウェーの公的年金というのは、九九％は外国証券での運用になっているわけです。その中でも株式と債券の構成比が四対六なんです。二〇〇〇年以降ずっとそうなんです。つまり、資産残高の四割が外国株で運用ということになっております。そういったことで、株式の、特に外国株の組み入れ比率が高いという点では、ノルウェーの公的年金は世界最大ではないかと思います。

このように、ノルウェーの公的年金というのは現在非常に大きくなってきているんですけれども、毎年各国別のポートフォリオ構成も出しているわけです。二〇〇〇年の場合には日本株の組み入れ比率がかなり高かったわけです。一六・一二％でありました。これは株式を一〇〇としたとき

の組み入れ比率ということで御理解いただきたいと思います。株式を一〇〇としたとき、日本株の比率が一六・一二％ということになります。

二〇〇〇年までは各国別に運用業者を公表していまして、二〇〇〇年段階での日本株のアクティブの運用業者はキャピタル・インターナショナル、フィデリティ、チューリッヒ・スカダーということで、アメリカ系とヨーロッパ系になっておりました。

二〇〇一年に日本株の組み入れ比率が一三・九七％に下がってきました。このあたりから限定的な情報のディスクローズになっておりまして、二〇〇一年にはアジア地域での株式の業者にシュローダーとスパークスが入っています。現在でも、ヨーロッパ系の、イギリス系の投資顧問だとか、そういったところだけが日本株も含めて運用業者に指名されているようであります。

実は、ノルウェーの公的年金の場合にも運用成績が非常によくて、株式運用では、ベンチマークのＴＯＰＩＸとか日経平均とか、そういったものの超過運用利回りが、外部の業者に出しているような場合には、超過の部分だけで八％あります。非常に運用成績が高い。それから、一定部分はノルウェーの公的年金の内部で運用を行っておりますが、四・三％ということで、内部運用の場合でもそこそこベンチマークの指標を上回る運用をしているということになろうかと思います。

二〇〇二年には、日本の株式、債券ともにかなりウエートを低くしておりまして、このときは、株式については、アジア比率二〇％だったんですが、日本株比率は一一・二％に下げております。

二〇〇三年には、日本株比率は八・二％に下がってきておりまして、債券についても八・九％まで下げてきております。

さらに、二〇〇四年には、日本株組み入れ比率が六・五％まで下げてきておりまして、債券の場合の日本比率も九％まで下げていたわけです。

そういったわけで、世界の時価総額構成から見た場合には、日本のウエートを下げ過ぎたといえなくもないと思うんですが、二〇〇五年以降、今度は逆に、ノルウェーの公的年金の中での日本株のウエートは上昇傾向をたどってきているということになろうかと思います。二〇〇五年に日本株の組み入れ比率は七・五％、債券の比率も九％になっております。

二〇〇五年ぐらいの段階になりますと、これは注目すべきことだと思うんですけれども、ノルウェーの公的年金の場合、ＳＲＩ的な投資スタンスをかなり明確にし始めておりまして、二〇〇五年にノルウェーの公的年金として投資を我々としては禁じている、「プロヒビット」という言葉が使われているので禁じたということになると思うんですけれども、これをホームページ上に個別で公表しております。

二〇〇五年八月には、クラスター爆弾の製造に関わった企業ということで、アメリカのロッキード・マーチンなど七社、これを投資対象から一切外してくださいと。それから、二〇〇五年一二月には、核兵器の製造にかかわっているということで、アメリカのボーイングなど七社を投資対象から外していまして、こうした姿勢というのは、政府による公的年金の投資方針としては、日本でもいろいろとＳＲＩのことは議論になっていると思うんですけれども、注目に値するのではないかと思います。

もう一つ注目すべきことは、よく話題になることだとは思うんですけれども、いわゆる物言う株主というか、二〇〇五年の段階では議決権の行使

状況をホームページ上で公表を開始しておりまして、株式を保有する外国企業三四五二社のうち二七〇五社に議決権を行使したということをホームページ上に出しております。日本については、全体で六二八社の株式を持っているということなんですけれども、六一九社、実に九九％で議決権を行使したということをホームページ上に出しております。

議決権を行使している案件ですけれども、これはほかの外人株主と同じだと思うんですが、取締役関係の案件で非常に議決権の行使が目立っておりまして、基本的に、取締役会の独立性ということを非常に問題にしているということをホームページ上で言っております。

二〇〇六年には、石油収入の伸びに加え運用もいいということもあるんですけれども、新たに石油収入によって組み入れられて上がっていく部分もありますので、実に運用残高一兆七八四〇億クローネということになってきたわけですけれども、そういった中で、日本の株式の組み入れ比率が八・七％まで引き上げられてきています。

先ほども少し触れましたが、二〇〇六年現在、株式の外部運用を委託している業者は二七業者いるんですけれども、ガートモアとかシュローダーとかいった昔からのイギリス系のマーチャントバンク系と申しますか、そういったイギリス系の業者が日本株についてもファンドマネジメントをされているということでありまして、そういったところから見ても、ノルウェーの公的年金が、日本株に投資する場合にロンドンから発注されている可能性が非常に高いだろうと考えることができます。

時間の関係もあるので、後で御質問が出ればということにしたいと思うんですけれども、ちなみ

に、ノルウェーの年金というのは日本株で持っている銘柄をすべてホームページ上に出しているんですけれども、これを全部、会社情報というか四季報で見てみたんですけれども、五％前後持っている場合でもすべてカストディアンの名義になっておりまして、公的年金自身の名義は全く出ていません。そういったことで、普通に見るとわからないんですけれども、ホームページで見ていただければ、どこを持っているかというところがかなりわかるかと思います。ちなみに、ここに関係される方がおられるかどうかわからないんですけれども、大阪証券取引所も三・六％ノルウェーの年金を持っているということで、ノルウェーのホームページには出ております。

そういったわけで、一時間ほどお話ししてきましたが、私が今日申し上げたかったことは、外国人の日本株投資というのは、歴史的に上昇トレンドをとっているし、いろいろ波があっても、今後も上がるかどうかはともかくとして、国際的な資金移動が活発になる中で、少なくとも高水準、横ばい程度でいくだろうと考えられるということが一つと、それから、昨年来の欧州系の外国人投資家といわれている部分の中には、オイルマネーというものが一部分的には入っていたと少なくともいえるだろうし、ノルウェーの公的年金が今御紹介したようなところから日本株の投資を活発化した一因ではないかと思います。

ただ、同時に、ＳＲＩ的な観点だとか議決権の行使状況というところもありますので、こういったマネーが日本企業の株主として大きくなってくると、いろいろなことで対応する必要性も出てくるのではないかということが今日の結論になろうかと思います。

長時間、御静聴、どうもありがとうございまし

た。（拍手）

若林常務理事　代田先生、どうもありがとうございました。

それでは、若干お時間もいただいておりますので、御質問、御意見等がございましたらここでお受けしたいと思いますが、いかがでございましょうか。

質問者　外国人投資ということなんですけれども、ごく最近、先月でしたか、統計から見ると、アジアからの日本株投資がふえてきているという統計が出ていたと思うんですけれども、この辺の動向はいかがなものでございましょうか。

代田　率直に申し上げて、ここに出しているデータとか、一般にいわれていること以上のことは私もわからないんですけれども、若干繰り返しになる可能性もありますけれども、かつてはアジアからのシェアが一六％とか一七％ぐらいという時期もあったわけですけれども、その後、継続的に上がってきておりまして、二〇〇五年の段階で売買合計におけるシェアが二四％、二〇〇六年でも二二％ということで、かなり高くなってきていると思います。

アメリカの国債の場合にも、中国からの保有額ならびにシェアはかなり高くなってきておりまして、これも基本的には、先ほども少し申し上げましたが、華僑といわれているような海外に出ている中国の方が、いろんなところの私募的な、プライベートレベルでの投資契約を通して日本株に投資してきているということも一因ではないかなと思っております。

お答えになったかどうかわかりませんが、現在のところはそういうことでございます。

質問者　アジアでもオイルの出る国がありますよ

ね。その辺の影響はありますか。

代田　残念ながら、今のところでは、お答えができるほどデータを持っていないというのが率直なところです。

若林常務理事　他にございませんでしょうか。

質問者　今日はありがとうございました。

二〇〇六年度になって、オイルマネーといわれるものが、実際ノルウェーの年金などを通じて入ってきているんじゃないかというお話を今回お聞きしたんですけれども、二〇〇五年度の場合なんですけれども、二〇〇五年度の月間の欧州系の買越額が大体五〇〇〇億といわれている中で、以前、代田先生が、イギリスの年金だけで年間たしか一％日本株の比率が上昇した、それを月間換算で七〇〇〇億買い越している。二〇〇五年七月を除くと、二〇〇五年度の欧州系の買い越しというのはイギリスの年金の買い越しでほぼ説明できるというレポートをたしか書かれていた記憶があるんですけれども、それに加えて、今回、二〇〇五年度からノルウェーの年金がある程度買い越しに転じたということであれば、買っているのはこの二つで大体説明がつくとは思うんですけれども、ただ、実際にその一方で相当売り越している部分があるというのがそこから読み取れると思うんですけれども、それはどこが売り越しているのか、また、以前書かれたレポートから今どうお考えが変わったのか、お聞きかせいただければと思います。よろしくお願いいたします。

代田　本当におっしゃるとおりのことを実は書いたり言ったりしていまして、私の拙ないものをいろいろと読んでいただきましてありがとうございます。

冒頭でもちょっと御紹介したんですけれども、二〇〇五年に財務省の国際局の方で最近の資金フ

ローに関する研究会というのがございまして、そこで延べ一五人の方が、いろんな金融機関の方が九割ぐらいなんですけれども、報告しておられまして、その中で一二番目に私が外国人投資家の動向について話していまして、これはホームページにアップされていますが、今おっしゃったとおりのことを私はその時言ったり書いたりしているんです。

そのときには、どちらかというと、確証はないけれども、オイルマネーというのは欧州系の中でそれほど高くないんじゃないかなという問題意識を持っていたものですから、どちらかというと、年金だとか投信の動向で説明できるんじゃないかなという問題意識で仕事をしていたものですから、御指摘のようなことも確かに言ったりしているんです。しかし、その後、いろいろと調べたりしている中で、今日申し上げましたように、オイルマネーというのは実像が本当につかめないんですけれども、少なくともノルウェーの動向を見る限り、オイルが二〇〇五年、二〇〇六年と入っていたということは否定できないだろうということが一つです。

それから、御指摘のように、売っているじゃないか、では売っている部分はどこかというところで今日の話をもう一回総括すると、イギリスの年金だとか投信というのは日本株のウエートが下がっています。（図表7）〇・何％のウエート低下じゃないかと思われるかもしれないんですけれども、資産残高が全体で九〇〇〇億ポンドぐらいございますので、〇・五％だとか一％ぐらいの変化でもかなりの動向になってくるわけです。

ということがありまして、ではどこが売ったのかということになれば、一つはイギリスの年金基金であろうし、もう一つは、先ほども少し御紹介

いたしましたが、投資信託関係でこういう状況になっていますので、こういったところが二〇〇六年に入ってから売ったのではないかというのが、現在持っている認識になります。よろしいでしょうか。

質問者　二〇〇六年度についてはよくわかったんですけれども、二〇〇五年度は逆にイギリスの年金のウエートはふえているという現状がございまして、そうすると、二〇〇五年度は、実際、そのグラフを見る限りですけれども、五・一から六・幾らまで二〇〇六年第一クオーターまで増えているわけですから、そうすると、二〇〇五年度の売り手というと年金はもう除外されてしまう、また、物すごい金額を買い越しているという結果に逆になってしまいまして、そうすると、先ほどの御説明ですと、二〇〇六年は説明できると思うんですけれども、では、二〇〇五年にだれが大幅に売り越しているかということはどうかと思いまして。大変申し訳ないんですけれども、お教えいただきたいと思います。

代田　実際こういう形で質疑させていただきますと、次の時に私も論文に対する問題意識も非常に鮮明になってきますので、本当に感謝いたします。ありがとうございます。

二〇〇五年の段階でだれが売ったのかということですが、実際、二〇〇五年の段階には、御指摘のように、これは欧州系だと思うんですが、（図表4）二〇〇五年でかなり売り越しが目立つわけです。ここのところでどうなのかということなんですけれども、今持っている材料から申し上げるとすると、これも確証はないんですけれども、（図表10）強いていえば、中東系のマネーが国内等々の株価の動向もあって、外国株について売った可能性はあるかなという印象を若干持つという

ことで、これが非常に歯切れが悪いのは、これ以上のデータがほとんど公表されておりませんので、はっきりしたことはなかなか申し上げられないんですけれども、中東系のマネーかなというところが現在の認識であります。

質問者　ありがとうございました。

若林常務理事　ほかにご質問はございませんでしょうか。ないようですので、お時間もまいりましたので、これで本日の証券セミナーを終了させていただきたいと存じます。

代田先生、どうもありがとうございました。

（拍手）

（しろた　じゅん・駒澤大学教授　当研究所客員研究員）

（この講演は、平成一九年五月一〇日に開催されました。）

代　田　　純　氏

略　　歴

1957年生まれ
1980年中央大学経済学部卒業
1989年同大学院経済学研究科博士課程満期在籍中退
1997年博士（商学）（大阪市立大学）

1991年　（財）日本証券経済研究所大阪研究所研究員
1993年　ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス客員研究員
1994年　立命館大学国際関係学部助教授
1997年　ミュンヘン大学日本センター客員教授
2000年　立命館大学国際関係学部教授
2002年　駒澤大学経済学部教授（現在に至る）

主著（単著）

『ロンドンの機関投資家と証券市場』（1995年、法律文化社）
『現代イギリス財政論』（1999年、勁草書房）
『日本の株式市場と外国人投資家』（2002年、東洋経済新報社）
『図説　やさしい金融財政』（2006年、丸善）
『日本の国債・地方債と公的金融』（2007年、税務経理協会、編著）

（レジュメ）

2007年５月10日
日本証券経済研究所証券セミナー
代 田　　純

最近の外国人投資家の動向について

１　はじめに

２　外国人投資家による対日株式投資の経緯と現在
1980年以降の外国人投資家のシェア（図表１）
1980年以降で10回目にあたる上昇サイクル
欧州系中心という特質
2005年から2006年にかけての展開
４つの山

地域別外国人売買状況（図表２）
1980年代は欧州系中心
1990年代は米系の上昇
2006年は欧州系中心
またアジア系の上昇

欧州系外国人投資家の投資パターン（図表３）
「逆張り」から「順張り」へ
インデックス運用の増加、短期運用へ

欧州系外国人投資家の動向（図表４）
欧州系のシェアが2006年に上昇
2005年と2006年の8～9月に上昇傾向

欧州からの対日（対内）株式投資（図表５）
財務省統計での国別内訳
イギリスからの投資が80％以上

3　イギリスの機関投資家の動向

イギリスの株式保有で機関投資家は60%前後
　年金基金、生損保、投資信託

イギリス主要機関投資家の外国株取引額（図表６）
　2005年第一四半期に売り越し
　財務省統計でイギリスからの対日株式投資は2005年
　第一四半期に大幅買い越し
　「イギリス機関投資家」と「イギリスからの対日株式投資」
　には乖離？

イギリス年金基金のポートフォリオ構成（図表７）
　株式組み入れ比率が元来、高い
　日本株組み入れ比率は2004年から2005年にかけ上昇
　しかし2006年からは低下している

イギリス投資信託の日本関連ファンドの残高（図表８）
　中心はJAPANファンドであるが、2006年に減少
　投資家による投信売却額が増加

年金、投信が2006年における「イギリスからの対日株式投資」
の主役とは言いがたい

4　イギリスの対外債務増加とオイルマネー

1999年から原油価格上昇
　中東情勢と原油産出量減少、新興国での消費量増加

産油国への石油収入流入

イギリスにおける銀行の対外債務（預金）増加（図表９）
　　ロシア、サウジ、UAE、クエート、ノルウエー等
　　産油国からの預金増加が顕著

産油国からイギリスへの預金増加
対外証券投資への可能性

5　サウジアラビア通貨庁（SAMA）の資金運用

サウジアラビアからの海外証券投資（図表10）
本体勘定での海外証券投資は6257億リヤル
（1ドル＝3.75リヤルで、1753億ドル）
米国債が中心と推定

これとは別に独立勘定がある
公的年金運用と開発基金運用
海外証券投資は1868億リヤル
株式運用の可能性

6　ノルウエー銀行と公的年金
数少ないEU未加盟の欧州国家
ノルウエーの公的年金基金と日本株（図表11）
公的年金の資産残高は1兆7837億クローネ
（1ドル＝約6クローネで、2972億ドル）
Calpersが2182億ドル

2000年以降、日本株比率は低下傾向
しかし2004年の6.5%をボトムに上昇に転じた
2006年には8.7%へ上昇

「イギリスの対日株式投資」の一因はノルウエー銀行
による公的年金運用

7　小括

以上