

欧州経済の現状と対日株式投資の動向

代田 純

一、はじめに

御紹介いただきました駒澤大学の代田と申します。暑い中、御参集いただきまして、誠にありがとうございます。

一九九〇年から九四年にかけて北浜の研究所のほうで研究員としてお世話になりました、その後、大学に移ったんですが、今でも東京の研究所の客員としていろいろと研究所にはお世話になっている次第でございます。

今日お話ししようと思っておりますことは、お手元の資料の一枚目（レジюме）に示したとおり、一つ目の柱は、現在ヨーロッパの経済状況がどうであるか。結論から申し上げますと、ドイツやギリシャがユーロを離脱する可能性は小さいだろう。ただ、同時に、明るい展望だけで描けるかというと、現状では、ドイツ銀行の不良債権の残高等を見ても、必ずしも良くなっているとは言いがたい面が残っていて、現状の不透明、不安定な状況が少なくとも二〇一〇年いっぱいには続くのではないかというのが第一の柱の部分の結論になります。

2010 年 9 月 6 日

欧州経済の現状と対日株式投資の動向

公益財団法人 日本証券経済研究所
証券セミナー
駒澤大学教授 代田 純

- 1 はじめに
- 2 欧州経済の現状
主要な見解 競争力格差、経常収支の格差、PIGS での労働コスト上昇
EU 統合の歴史、最適通貨圏の条件、域内格差、共通財政の現状、
2004 年中東欧加盟以降は PIGS への所得移転減少
ECB の低金利と 2004～2007 年における貸出急増
- 3 日本の株式市場と欧州投資家
依然高い海外（外国人）投資家のシェア、中心は欧州系投資家
イギリスからの対日株式投資、オイルマネーなど SWF とヘッジファンド等か
- 4 ノルウェーの政府年金基金と投資倫理基準
EU 非加盟、原油輸出による高い所得水準、人権・環境など社会的規範を重視
財政収支は原油収入で黒字 黒字が政府年金基金（政府貯蓄基金）に繰り入れ
金融危機（2008 年）で運用利回り悪化するも、為替差益と原油収入により、
資産残高は一貫して増加
日本株比率は低下 金額では横ばいか
日本株を 1363（2009 年末）銘柄、約 1.4 兆円保有 議決権も行使
倫理委員会による投資除外 たばこ関係で JT
KLP では JT の他、ブリヂストン、トヨタも投資除外
- 5 まとめに代えて

す。

第二の柱の部分は、最近、東証では「海外投資家」といつていますが、日本の株式市場では相変わらず外国人投資家のシェアが非常に高い状況が続いているということと、中でもヨーロッパ系のシェアが依然として高い。むしろ、最近では上がっている傾向すら出てきていて、やはりヨーロッパの投資家というのは無視できない存在だということです。

そういった中で、今日、特に焦点を当てたいと思っておりますのは、第三の柱としてノルウェーの政府年金基金です。御存じの方も多いと思いますが、非常に存在感を高めております。中でも、投資倫理基準といったようなことで投資除外銘柄というものをグローバルに公表しています。従来は、日本企業はそれの中に含まれていなかったんですが、今年からJITがその中に含まれるようになって

りました。それから、政府年金基金とは別にKL P、日本でいえば地方公務員共済に当たる年金ですが、そこについては、ブリヂストンとトヨタ、この二社が投資除外銘柄ということでホームページ上で公表されています。

全体を通して申し上げたいことは、だんだんと外国人投資家のシェアが高まってくる中で、いろんな価値観あるいは倫理観を持った投資家と日本企業が向き合わなければならなくなってきており、そういったところで、今後、日本の企業もよりエクセレントな対応が求められるようになってきているのではないかということです。

第一の柱はEUやユーロ圏に関する話ですし、第三の柱はEU未加盟のノルウェーの話です。で、話として余りまとまりがないかもしれませんが、その辺は御容赦いただきたいと思います。

二、欧州経済の現状

(1) 主要な見解

最初に、レジュメの2の初めに「主要な見解」と書いてありますが、現在、日本の有力なエコノミストの間で非常に重視されているのは、現在のユーロの危機は競争力格差だということです。またま五月に中央大学の研究会で現職の財務官である玉木財務官にお話を聞く機会があったんですが、玉木さんもやはり競争力格差ということを非常に強調しておられました。

それから、最近、テレビや新聞によく登場されているニッセイ基礎研の伊藤さゆりさんという方がおられるんですが、この研究所の七月のヨーロッパ資本市場研究会でお話を聞きましたが、ほぼ同じことをいわれています。結局、ドイツなど

「勝ち組」と、ギリシャを初めとするいわゆるP I G Sの間の競争力格差があつて、それが域内の経常収支の格差につながっている。その結果が現在のユーロ危機であるというのが主要な見解ということになるかと思ひます。

先月、アナリスト協会のほうで大和総研の山崎さんという方のお話も私は一参加者として伺ったんですが、ほぼ同様のことをおっしゃっていました。三人とも非常に共通していわれるのは、やはり南欧での労働コストの上昇という問題であります。インフレ率以上に労働コストが非常に上がっているということで、その結果としての経常収支の格差であり、その結果としての競争力格差、ユーロ危機である、こういったロジックといひますか見解が従来のところ非常に支配的であるといふことだと思ひます。

今日、私は、こういったような現在のマジョリ

テイーの意見を否定するわけではなく、それはそれで、ほかのところでもいろいろと皆さん耳にしていることがあると思うので、違った観点から、こういった問題もあるのではないかということについて少しお話ししたいと思っております。

(2) EU統合の歴史

まずは、EU統合の歴史です（図表1）。アイランドが加盟したのが一九七三年、スペイン、ポルトガルが加盟したのが一九八六年で、PIGSの「I」をここではアイルランドというふうに御理解いただいたとして、PIGS諸国というのは一九七〇年代から八〇年代にかけて現在のEUに加盟しているということです。そして、EUの共通財政からの補助金等で少なからぬ恩恵に浴してきたということがまず強調したい点です。

その後、結局、二〇〇四年以降、中東欧のEU

加盟という中で、南欧諸国の補助金の預かり分は、相対的にも絶対的にも下がっているという点とで、そういった意味で、中東欧の加盟によって南欧諸国のEUにおける経済的な取り分は明らかに下がっているということがまず第一点目です。

二点目は、二〇〇二年から一般レベルでもユーロが流通開始、金融市場のほうでは九九年一月からユーロの流通開始ということになるんですが、このときの金利の決め方です。二〇〇二年一月から一二カ国でユーロがスタートするわけですが、このときに、いってみれば一二カ国の平均の金利を使ってユーロがスタートしたということではなく、ドイツ連銀の低金利を受け継ぐ形でECBの中央銀行としての金利が始まっています。非常に簡単にいってしまえば、スペイン等にとっては、政策金利の劇的な低下がここで起こっているということになります。スペインは九六年ぐらい

図表 1 EU統合の歴史

1951 年 4 月	欧州石炭鉄鋼共同体を設立する条約が調印 ベルギー、フランス、西ドイツ、イタリア、ルクセンブルク、 オランダの 6 カ国 高所得国中心
1957 年 3 月	ローマ条約（欧州共同体を設立する条約）が調印 欧州経済共同体、欧州原子力共同体が設立
1960 年代	域内相互関税の撤廃
1973 年 1 月	デンマーク、イギリス、 アイルランド加盟
1970 年代	地域政策により貧しい地域での雇用とインフラ整備への 資金援助開始
1979 年	欧州議会の直接選挙
1981年	ギリシャ加盟
1986年	スペイン、ポルトガル加盟 PIGS 諸国は 1970～1980 年代に加盟 恩恵を享受
1987 年 7 月	単一欧州法が発効 域内市場の達成に向けて必要な準備・手続き
1992 年 2 月	マーストリヒト条約（EU、欧州連合条約）調印 財政赤字の対 GDP 比率 3%以下 累積財政赤字の対 GDP 比率 60%以下⇨ 加盟国の財政自主権へ規制
1995 年	オーストリア、フィンランド、スウェーデン加盟
1999 年 1 月	ユーロの流通開始
2002 年 1 月	ユーロ紙幣と硬貨が一般で流通開始（12 カ国） 欧州中央銀行（ECB）の金融政策に統一 ⇨ 金融政策の各国自主権への規制 12 カ国（原加盟 6 + PIGS4 + オーストリア、フィンランド） <u>ドイツ連銀の低金利が 12 カ国に単一金利として適用</u>
2004年	10 カ国 EU 加盟 EU25 カ国 中東欧（チェコ、ハンガリー、ポーランド、スロヴァキア） バルト諸国（エストニア、ラトビア、リトアニア） スロヴェニア、キプロス、マルタ
2007 年 1 月	ブルガリア、ルーマニア EU 加盟 EU27 カ国、スロベニア ユーロ導入
2008 年 1 月	キプロス、マルタがユーロ導入 ユーロ 15 カ国で流通
2009 年 1 月	スロヴァキアがユーロ導入 ユーロ 16 カ国で流通
2011 年 1 月（予定）	エストニアがユーロ導入

までは政策金利が九%でした。それが九九年からいきなり二%とか三%になりますので、九九年から二〇〇二年のところで南欧諸国の金利は劇的に下がっていることのツケ、別荘ブームとかなんとかいろいろいわれていますが、その点が二つ目に強調したいところです。

三点目は、二〇〇四年に中東欧から一〇カ国がEUに加盟する中で、EU共通財政からの補助金も半分近くは中東欧に向けられるようになります。その中で、いわゆる南欧諸国向けのEUからの財政補助金というのは低下しているということです。

さらに、同じ時期で申し上げたいことは、二〇〇四年のEU一〇カ国加盟のところで、いわゆる「西側」という言葉が適切なのかどうかわかりませんが、EU系の銀行による非居住者向けの貸し出しが急激に伸びるわけです。結局、EU

系銀行の銀行貸し出しが二〇〇四年に関しては前年比二五%ぐらい伸びるということで、今はもうマイナスが続いていますので、非常に劇的といっているぐらいの貸し出しの急増があり、これが現在の不良債権問題の一つの背景をなしているということです。

(3) 最適通貨圏の条件

ノーベル賞を受賞したマンデルという経済学者が強調して支配的な意見になった「最適通貨圏の条件」(図表2)というのがございます。学生でもわかるように非常にわかりやすく言い換えているつもりですが、単一通貨が成立するための条件としては、一つは構造的に同質であるということです。具体的には、景気・インフレ格差が生じにくいということを条件として挙げています。ところが、現在、失業率はオーストリアで四%、スベ

図表 2 最適通貨圏の条件

1)構造的に同質である。

⇒ 景気・インフレ格差が生じにくい。

2010 年 5 月現在、失業率はオーストリアで 4 %、スペインでは 19.9%

アイルランド 13.3%、ポルトガル 10.9%

2)構造は異なるが、景気・インフレ格差を調整する機構が備わっている。

① 生産要素（資本・労働）の移動性が高い。

直接投資は急増、しかし失業率格差は縮小しない。

② 物価・賃金の伸縮性が高い。

ギリシャの労働コスト指数上昇率（年率）は 8.9%（2004 年）と名目インフレ率 3%を大幅超過。2008 年には同順で、13.6%、4.2%。

③ 財政による公的な所得移転が整っている。

EU 共通財政は規模的に制約され、所得移転は不十分。

インでは一九・九%ということで、最適通貨圏の条件から見ると同質とはいにくい状況になっています。

当研究所のヨーロッパ資本市場研究会でも冗談半分でよく話が出るんですが、スペインではシェスタということがあって、昼休みが一時から四時まで、ワインを飲んで昼寝をする。これが果たしてドイツと同じ経済的な構造なのかということがよく議論されますけれども、そういったようなことも含めて、本当に経済的に同質なのかというと、かなりのところ疑問符がつくということです。

二点目は、仮に構造が異なっているても、景気・インフレ格差を調整する機構が備わっているというところで、細かくは三つほどございます。

一つは、生産要素である資本や労働の移動性が高いということです。確かに、直接投資に関して

は、域内では非常に増加したわけですが、今御紹介したように、失業率格差は全くといっていいほど縮小しておりませんので、これについても疑問符がつくということです。

二点目は、物価・賃金の伸縮性が高いということとを条件に挙げているわけですが、先ほど少し触れましたように、ギリシャの労働コスト指数上昇率は二〇〇四年現在で八・九%で、名目インフレ率の三%を大幅に超過しております。それから、二〇〇八年も同順で、労働コストのほうは一三・六%上がっているんですが、インフレ率は四・二%ということ、こういったことから、南欧での労働コスト上昇ということが現在いわれているということでございます。

三つ目には、最適通貨圏の条件からすると、財政による公的な所得移転が整っているということが言われているんですけれども、EU共通財政と

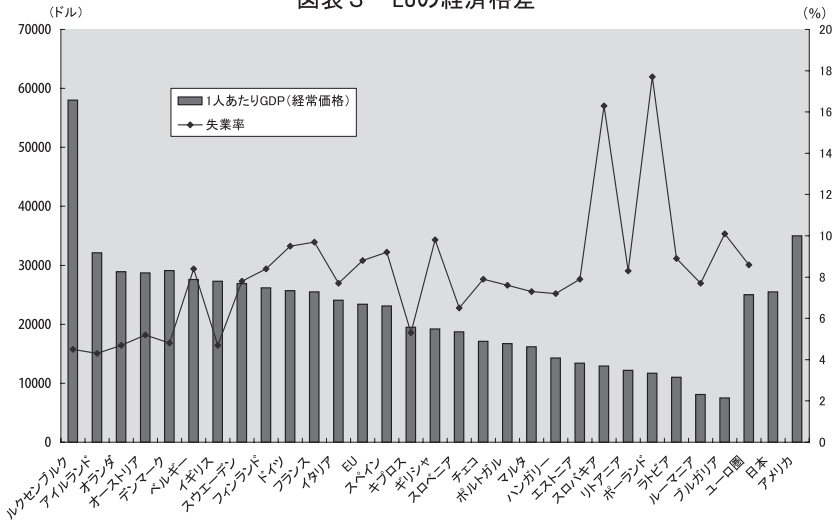
いうのは、規模的にGDPの大体一%前後ということで制約されておりまして、現状では所得移転は不十分ということになっています。そういったしますと、最適通貨圏の条件から見ると、最適な通貨圏とは現状では言いにくいということになります。

(4) 域内格差

図表3は、金融危機が発生する前の二〇〇七年時点でEUの経済格差がどれくらいあるかということを見たものですが、縦棒が一人当たりGDPで左目盛りです。折れ線のほうは右目盛りで、各国の二〇〇七年現在の失業率です。

一番豊かなルクセンブルクについては、一人当たりGDPが五万八〇〇〇ドルということになっておりますが、所得水準が一番低いといわれているブルガリアとかルーマニアですと、ルーマニア

図表3 EUの経済格差



(出所) Eurostat Yearbook から作成。

(注) 2007年現在

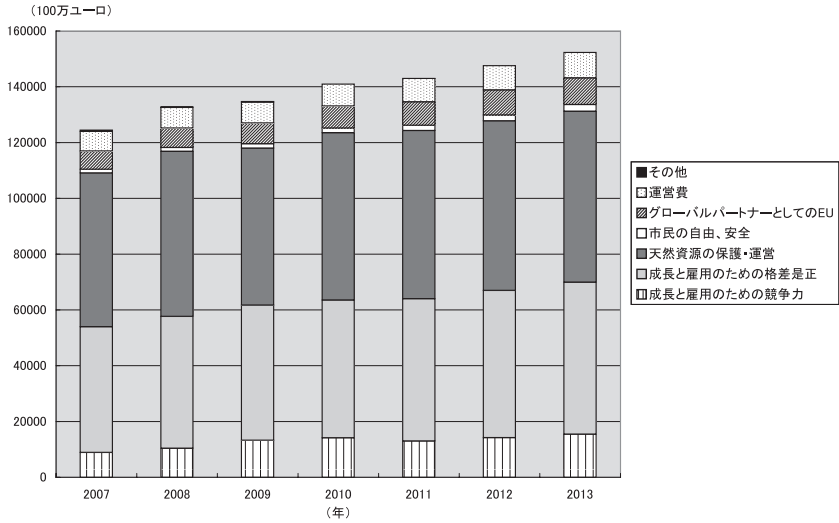
が八一〇〇ドル、ブルガリアが七五〇〇ドルということですので、非常にラフに考えましても七倍程度の所得格差があります。

皆さんもごらんになったと思いますが、たまたま今日、日経新聞で日本と世界の所得水準の比較が出ておりました。単純な平均で、現在、中国（内陸部を含む）と日本は一〇倍ぐらいの格差があるというデータが出ていました。そこまではないにせよ、EUの中でも、やはり七倍から八倍の格差が現在でも基本的に続いているということになるかと思えます。

失業率に関しても、スロバキアが一六・三％、ポーランドが一七・七％、一番低いルクセンブルクが四・五％、アイルランドは二〇〇七年の危機前までは非常に調子がよくて四・三％ですから、大体四倍強の格差が発生しています。

そういうわけで、中東欧が加盟したことでE

図表 4 EU共通財政の支出構成



(出所) EU ホームページから作成。

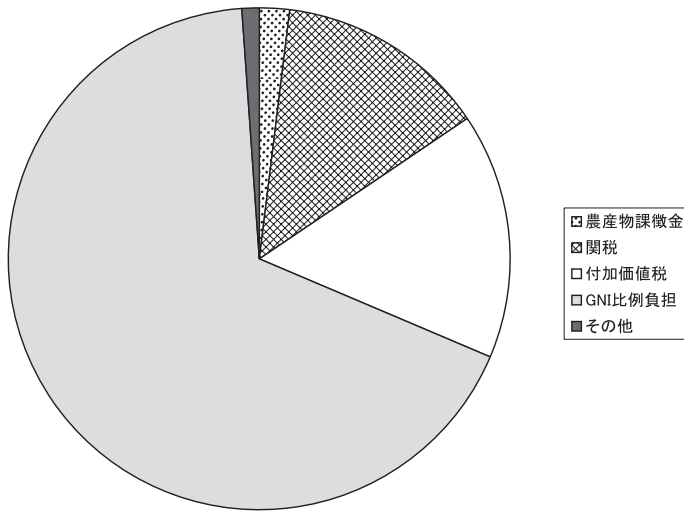
Uの域内の格差はかなり大きくなっているというのが現状かと思っています。

(5) 共通財政の現状

① 共通財政の支出構成

そういった中で、規模的に制約されているとはいえ、EUには共通財政があり、各国の国家財政とは別に、加盟国が拠出し合って共通の財政が営まれており、加盟国のGDP比1%強ぐらいで推移しています(図表4)。支出については、耳にされたこともあるかと思いますが、一九八八年にドロール・パッケージというものがございまして、その前まではいわゆる農業補助金が全体の八割程度を占めていました。その後、ドロール・パッケージによって農業補助金が大幅に削減されまして、現在は、天然資源というところが農業補助金なんです、おおむね四〇%から五〇%

図表 5 EU共通財政の収入



(出所) EU ホームページから作成。

程度で推移しています。

そういったようなことと対比をなす形で、黄色の部分と一番下の部分、「成長と雇用のための格差是正」とか「成長と雇用のための競争力」といった部分がトレンドとしては増加してきています。基本的には、中東欧や南欧向けの格差是正補助金という部分が傾向的にふえてきています。

現在でもEUの農業補助金というのはいろいろと話題になるわけですが、それでも減ってきたという状況です。

② 共通財政の収入

(図表5)に共通財政の収入をお示しています。が、財源は現在どうしているかということです。が、もともとスタート地点は農産物課徴金ということで、EC並びにEUの域外からの農産物の輸入に関して課徴金を課すことによってEU共通財

政の財源にしてみました。二つ目は関税です。日本からEU向けに何か輸出すると、それに対して関税がかかる。三つ目は、付加価値税を各国国家財政レベルで課していくわけですが、その1%を共通財政のために拠出しようということ、この部分が現在五分の一ぐらい出されています。

ところが、これだけでは足りなくて、なおかつ、EU共通財政は公債不発行主義ということで条約上も規定されていますので、不足分は各国の国家財政からお互いに拠出しようということ、これが現在七割ぐらいになっています。

③ 共通財政の再分配効果

そうなつてまいりますと、各国別に損得勘定が出てきます。イメージとしては、日本の国内でも、地方交付税交付金や補助金等々によって、もたっている都道府県と払っている都道府県が出て

くるということを思い出していたかとわかりやすいかと思います。

(図表6)に示していますように、ドイツやフランスといった表の上のほうはネットで負担している諸国です。二〇〇一年、中東欧加盟前の段階では当然入っておりませんので、ここではプラス・マイナスの損得勘定は全くありませんでした。二〇〇一年段階ですと、スペイン、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルという四つの国で合計して一五一億ユーロいただきますということだったわけです。ところが、二〇〇四年にEUに中東欧諸国が大量に加盟した後はかなり状況が異なつてきております。合計六一億八三〇〇万ユーロというお金を中東欧諸国に分配しています。

他方、南欧諸国のほうは、ここではPIGSと呼んでいます、一五一億から一二三億に絶対額

欧州経済の現状と対日株式投資の動向

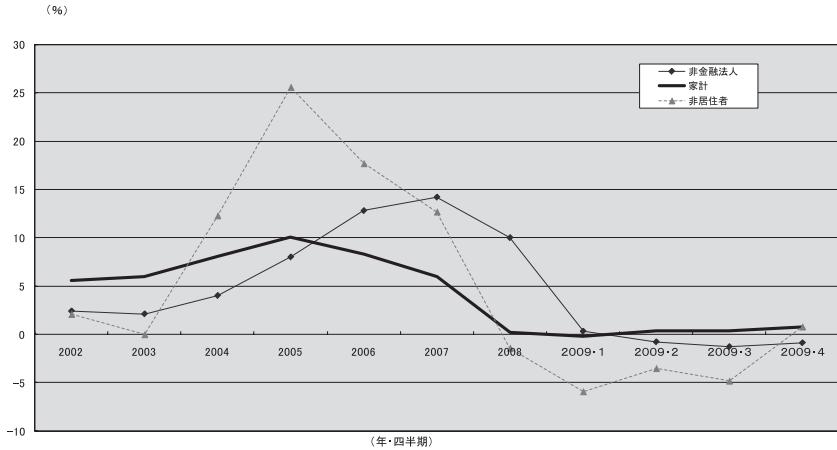
図表 6 EU共通財政の再分配効果

(100万ユーロ)

	2001年	2006年	2008年
ドイツ	-6,971	-6,331	-8,774
フランス	-2,043	-3,018	-3,843
オランダ	-2,260	-2,589	-2,678
イギリス	955	-2,144	-844
イタリア	-2,031	-1,736	-4,101
スウェーデン(1995年)	-745	-857	-1,463
ベルギー	-223	-711	-720
デンマーク	-542	-506	-543
オーストリア(1995年)	-542	-302	-356
フィンランド(1995年)	-153	-242	-318
ルクセンブルク	-140	-30	-22
マルタ		101	30
キプロス		102	-18
スロベニア		143	114
エストニア		176	227
ラトビア		256	407
スロバキア		323	726
チェコ		385	1,178
リトアニア		585	843
ハンガリー		1,115	1,112
ポーランド		2,997	4,441
2004年加盟10(小計)		6,183	9,060
ルーマニア			1,581
ブルガリア			670
10+2007年加盟(小計)			11,311
スペイン	7,661	3,808	2,813
ギリシャ	4,504	5,102	6,280
アイルランド	1,198	1,080	566
ポルトガル	1,774	2,291	2,695
PIGS合計(小計)	15,137	12,281	12,354

(出所)EU, 2008 Financial Report 等から作成。

図表 7 ユーロ圏貸出伸び率



(出所) ECB, Monthly Report から作成。

としても下がっていますし、相対的なシェアとしても下がっています。それ以降、ルーマニアとブルガリアが加盟したということで、ますます中東欧向けの補助金が増えてきておりまして、その分、南欧のほうは頭打ち状況が現在でも続いています。

そういったところから見ても、南欧諸国がEUの中で経済的恩恵に浴する部分が中東欧の加盟以降は落ち込んでいます。こういったことも各国の国家財政の逼迫の隠れた一因、あくまで一因ですが、そのように言えるのではないかと思います。

(6) ユーロ圏貸出伸び率の推移

(図表7)は、ECBの月報で出しているユーロ圏の貸出伸び率です。先ほど、二〇〇四年、EUに大量に加盟したところで非常に高い伸びが

あったという話をしましたが、二〇〇四年から二〇〇五年にかけて、非居住者向けを中心として非常に高い伸びが見られます。二〇〇五年の非居住者向けの貸出伸び率が二五・六%になっております。内訳として、ECBのほうで公表しているわけではありませんが、中東欧向けが中心で、これに南欧向けも続いていると考えられます。

これはあくまでユーロ圏の中の銀行がユーロ圏域外に貸し出しているということです。EUに入ったけれどもユーロ圏に入っていない中東欧もこの中にカウントされるということになるかと思えます。

さらに、黒い太線が家計部門ですが、二〇〇五年、やはり一〇%程度伸びておりますし、非金融法人向けも、細かいデータですと八%伸びているということで、二〇〇四年から二〇〇五年にかけて全般的に貸し出しが非常に伸びたわけですが、

現在は、今年の一月でマイナス五・九%、二月がマイナス三・五%、三月がマイナス四・八%ということで、今年に入ってからマイナスの伸び率が続いているという状況です。二〇〇四年から二〇〇五年にかけて中東欧向けの貸し出しが伸び、これが現在、ヨーロッパの大手の金融機関の不良債権の一大因になっていることは否定しがたいところかと思っております。

以上が、レジュメの2の「欧州経済の現状」の部分の話です。ギリシャがユーロから離脱するか、ドイツがもうこれ以上負担するのは嫌だということとで離脱することが考えられるのかということがほかの研究会等でもよく議論になりますけれども、ユーロが始まる前の時代、EMSとかERMといった欧州通貨の長い歴史を振り返ると、そういうドラスチックなシナリオというのは、可能性としては非常に小さいのではないかと思つて

おります。

それから、貸し出しの状況でもお話ししましたように、現状では、ヨーロッパの銀行の業績というのは急速によくなっていると言われることもあるんですが、あくまで、マーケットが回復して、従来、評価損で出ていた部分が消えていくということに伴っての回復なので、貸し出し動向や不良債権といった商業銀行機能にかかわるような部分での状況がどうかという点、不安定で不透明な状況が残念ながら払拭できず、本格的な回復までにはまだ少し時間がかかるのではないかと思えます。

三、日本の株式市場と欧州投資家

(1) 外国人投資家のシェアの拡大

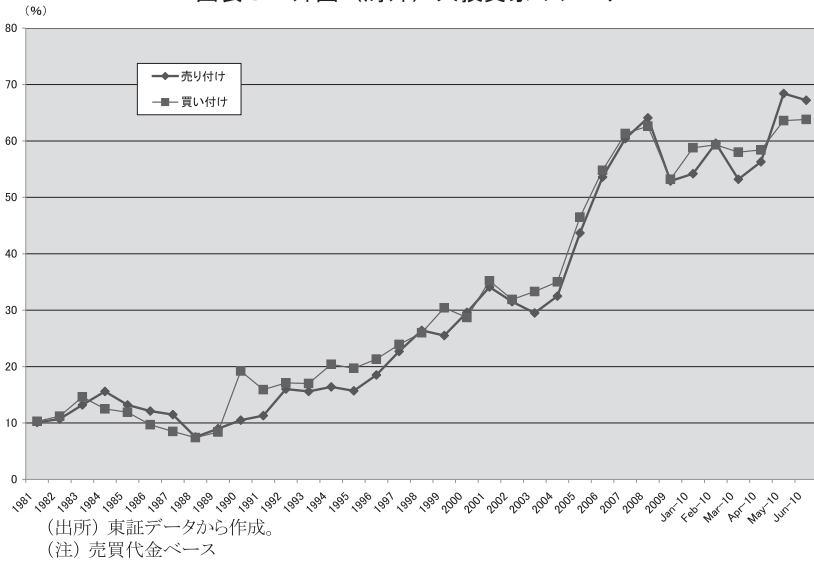
次に、レジュメの3に関する話に移りたいと思

います。

ヨーロッパの経済の状況からすると、まだしばらく回復には時間がかかると思われますが、日本の株式市場もヨーロッパの投資家により左右されているという状況が客観的に見られます。

まず、外国人（海外）投資家、非居住者のシェアですけれども、（図表8）に示しましたように、現状ではずっと「右肩上がり」という表現がいいのかどうかわかりませんが、外国人のシェアというのは、金融危機が起こる前までずっと上昇し続けてきました。ピーク時の二〇〇八年には売り付けのほうで六四・一％、買い付けで六二・六％までシェアが高まっておりましたが、二〇〇九年に少し下がります。金融危機の影響を考えていいかと思いますが、売り付けで五二・九％、買い付けで五三・二％。その後また外国人のシェアは、基本的なトレンドとしては上がっている傾向にござ

図表 8 外国（海外）人投資家のシェア

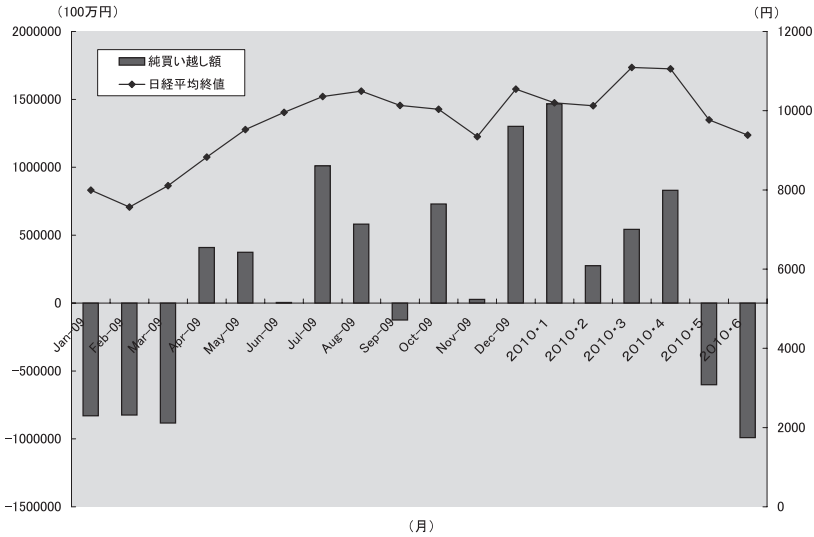


います。これは、外国人のシェアが上がったというよりは、日本国内の投資家の売買が細っているといったほうが正確なのかもしれませんけれども、いずれにせよ、外国人投資家のシェアは、六月現在ですが、売り付けで六七・二%、買い付けで六三・八%というところまでまた高まっております。依然として外国人投資家のシェアが日本の株式市場では高いというのが現状です。

(2) 外国人投資家の動向と日本市場の株価の関係

そういったことで、海外投資家の動向というのが株価の全体的な動向を左右しているところがある。ウインブルドン現象ということが日本の株式市場で言われ出してもう一〇年近く経つのかなという気がするんですが、外国人が売ると日経平均が下がる、買うと上がるというのがトレンドです。こういったような状況が、価値判断を抜きに

図表9 海外投資家の純買い越し額と日経平均



(出所) 東証、日経ホームページから作成。

しても現在まで続いていることは否定できない状況にあらうかと思えます。(図表9)

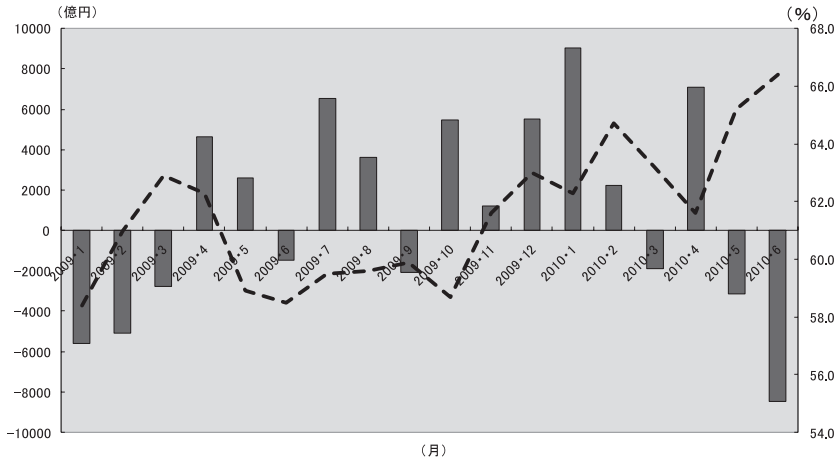
(3) 欧州系投資家の動向

① 欧州系投資家の純売買差額とシェア

(図表10) の破線が欧州系投資家のシェアで、これは売買代金合計額でヨーロッパ系の投資家のシェアを出しているんですけども、下がっているかと思ったんですが、トレンドとしては上がってきているというのが現在の状況です。

例えば、二〇〇九年四月では六二・九%で、その後下がったんですけども、この辺は五八%から五九%ぐらいのシェアでした。それがだんだんとまた上がる状況になりました。二〇〇九年一二月には六三%、それから二〇一〇年二月には六四・七%、六月には売りが多くてシェアが高くなっているという状況かと思えますけれども、六

図表10 欧州系投資家の純売買差額とシェア



(出所) 東証ホームページから作成。

(注) シェアは外国人の売買代金合計における欧州系シェア

六・四％まで上がってきておりまして、外国人の中でも欧州系が非常に高いシェアを占めています。

② 地域別外国人売買状況

(図表11) は、東証のほうでネットで公表される前から出されている計数をまとめたもので、今申し上げたことと基本的には同じことですが、現在、米系の外国人というのは、おおむね二〇％から二五％の間で推移しているということです。ヨーロッパ系のほうは時期によって若干変動があつて、二〇〇三年、二〇〇四年のころは三〇％から四〇％の時期もあるんですけども、現在は大体六〇％で定着しています。アジア系といわれている部分も一定のシェアはあるんですけども、現在、データ上では一〇％ぐらいのシェアになっています。一つ申し上げたいことは、時期的

図表11 地域別外国人売買状況

	米国		欧州		アジア		その他		(% 億円)
									総計
1987	15.5	▲ 11,999	50.8	▲ 43,085	24.4	▲ 11,829	9.3	▲ 2,294	▲ 69,038
1988	14.4	445	49.2	▲ 4,234	24.8	▲ 231	11.6	4,809	789
1989	17.2	4,182	47.5	▲ 16,727	22.4	▲ 4,871	12.9	▲ 357	▲ 17,773
1990	19.2	323	45.6	▲ 19,859	20.4	▲ 4,379	14.8	▲ 232	▲ 24,147
1991	20.5	17,418	45.5	22,279	24.3	11,970	9.7	5,241	56,907
1992	22.3	6,961	43.0	1,861	25.9	1,378	8.8	▲ 1,045	9,156
1993	29.0	8,504	39.2	1,746	24.1	2,748	7.7	1,428	14,425
1994	33.0	17,140	43.5	16,896	17.0	5,855	6.5	1,904	41,796
1995	37.6	23,993	40.9	14,925	16.5	2,548	4.9	227	41,692
1996	34.2	9,049	42.2	20,545	19.6	4,150	4.0	66	33,811
1997	38.3	11,071	40.1	10,959	17.3	▲ 5,080	4.3	2,198	14,751
1998	43.5	9,140	37.4	▲ 9,754	16.3	▲ 1,730	2.8	▲ 559	▲ 2,902
1999	43.7	60,701	36.4	15,596	17.9	14,910	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	40,183	36.8	▲ 11,097	19.5	▲ 498	5.2	▲ 4,550	24,039
2002	35.7	12,720	37.9	▲ 1,841	20.8	▲ 603	5.7	▲ 1,400	8,876
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
2007	25.2	26,652	48.4	8,144	26.0	18,944	0.5	967	54,707
2008	25.5	▲ 8,751	49.0	▲ 15,406	25.2	▲ 12,055	0.3	▲ 1,002	▲ 37,215
2009・1	27.7	▲ 1,321	58.4	▲ 5,578	13.5	▲ 1,406	0.4	▲ 10	▲ 8,297
2009・2	25.1	▲ 1,440	61.0	▲ 5,107	13.4	▲ 1,752	0.5	▲ 11	▲ 8,310
2009・3	23.2	▲ 5,665	62.9	▲ 2,769	13.3	▲ 1,888	0.6	30	▲ 10,291
2009・4	23.9	▲ 200	62.3	4,652	13.3	50	0.5	▲ 87	4,815
2009・5	26.5	1,507	58.9	2,620	14.2	602	0.4	▲ 25	4,704
2009・6	26.8	1,128	58.5	▲ 1,475	14.2	907	0.6	▲ 40	520
2009・7	26.1	2,691	59.5	6,545	14.1	339	0.5	▲ 43	9,532
2009・8	25.5	2,168	59.6	3,628	14.4	454	0.4	▲ 62	6,188
2009・9	25.1	719	59.9	▲ 2,064	14.6	24	0.4	4	▲ 1,319
2009・10	26.1	1,022	58.7	5,462	14.7	389	0.5	303	7,176
2009・11	24.1	665	61.6	1,219	14.0	▲ 254	0.3	▲ 11	1,619
2009・12	22.3	3,584	63.0	5,503	14.4	2,777	0.4	▲ 26	11,840
2010・1	22.7	4,317	62.3	9,033	14.5	1,381	0.4	61	14,792
2010・2	22.5	650	64.7	2,230	12.4	▲ 487	0.4	179	2,572
2010・3	22.8	1,870	63.2	▲ 1,872	13.6	2,229	0.4	35	2,262
2010・4	24.9	3,312	61.6	7,075	13.2	848	0.3	42	11,276
2010・5	23.7	▲ 1,172	65.2	▲ 3,130	10.8	▲ 1,981	0.3	5	▲ 6,278
2010・6	23.2	▲ 1,255	66.4	▲ 8,447	10.1	▲ 141	0.3	204	▲ 9,639

(出所) 東証ホームページから作成。

欧州経済の現状と対日株式投資の動向

図表12 国別対内株式投資

(億円)

	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年1～5月
欧州	76	3,493	36,821	54,236	63,274	48,873	19,673	-28,757	19,484	16,715
イギリス	6,790	3,839	32,409	44,781	62,186	40,828	16,588	-13,576	12,240	20,866
フランス	-2,189	-1,163	4,101	9,802	-2,720	7,484	5,228	-13,549	8,296	-3,875
ドイツ	-2,449	451	161	284	2,764	537	-1,663	145	179	-48
ルクセンブルク	-383	313	158	367	718	433	714	306	10	69
スイス	-1,208	-5,636	-847	42	330	1,066	-1,149	-1,211	-342	208

(出所)財務省ホームページから作成<http://mof.go.jp/shoutou/monthstt1.htm>

および<http://mof.go.jp/bpoffice/bppi.htm>

(注)「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。

な問題もありますけれども、外国人を全部合計しても売り越しのところが出ているところがあるということです。

③ 国別対内株式投資

欧州系の投資家というのは、中身は何なのかということになりまして、情報が公開されていましてなので推論の話になってくるんですが、一つ手がかりになるのが、財務省のほうで出しております国別の対内株式投資のデータです。(図表12)

一言で申し上げますと、ヨーロッパ系の投資家の中でイギリスがずば抜けて高いウェートを占めているということです。二〇〇九年の場合、欧州からの対内株式投資は一兆九四八四億円の日本株投資があったということです。うちイギリスからが一兆二二四〇億円ということで、イギリスからの投資の比重が非常に高いということになるうか

と思います。

今年に入ってから、ヨーロッパ全体で一兆六七一五億円という金額になっておりますが、フランスやドイツが売り越している部分で、イギリスは非常に高い買い越し額になっているということ、やはりイギリス、具体的にはロンドンからの日本株投資がシェアとしては非常に高いということであろうかと思っています。

(4) 外国人投資家の投資動向についてのひとつの

推論

では、もっと掘り下げてみると、この辺からはもう推論の域を出ないわけですが、一つは、イギリス国内の投資信託や年金、保険といったような国内投資家の比率はそれほどでもないと思われる。実は、証券セミナーでお話するのは二回目で、二〇〇七年に一度お話ししたことが「証券レ

ビュー」に細かく出ているので、それをごらんになっていただければと思うんですが、国内投資家の比率はさほどでもないというのが私の持っている印象です。

二点目は、これからお話しするように、オイルマネーとか、いわゆる政府系ファンドであるソブリン・ウエルス・ファンドのシェアというのが一層高まってきているであろうということです。後で詳しく話しますが、ノルウェーの場合も、カストディアンバンクということでチェースのロンドンを使っているようです。恐らくは、発注する場合、すべてというのはちよつと言い過ぎかと思いますが、かなりのところはロンドン経由で日本株を発注していると思われます。

三点目として、ソブリン・ウエルス・ファンド以外ですとヘッジファンドのシェア、これも計数として示せといわれると非常に苦しいんですけれ

図表13 世界の政府系ファンド

2009年7月		2010年7月		(10億ドル)	
ファンド名称	資産額	ファンド名称	資産額	設立	資金源
1 アブダビ投資庁	627	1 アブダビ投資庁	627	1976	石油
2 サウジアラビア通貨庁	431	2 ノルウェー政府年金基金	443	1990	石油
3 中国准金投資公司	347	3 サウジアラビア通貨庁	415	不明	石油
4 ノルウェー政府年金基金	326	4 中国准金投資公司	347	1997	外貨準備
5 シンガポール政府投資公社	278	5 中国投資有限公司	289	2007	外貨準備
6 ロシア国民福祉基金	220	6 シンガポール政府投資公社	248	1981	外貨準備
7 クウエート投資庁	203	7 香港金融管理局	228	1993	外貨準備
8 香港金融管理局	193	8 クウエート投資庁	203	1953	石油
9 中国投資有限公司	190	9 中国社会保障基金	147	2000	外貨準備
10 タマセク(シンガポール)	85	10 ロシア政府福祉基金	143	2008	石油
合計	2,900		3,090		

(出所) <http://www.swfinstitute.org> から作成。

(注) 設立、資金源は2010年順位による。

でも、いろんな証券会社のシンクタンクで出されている危機前のデータを見ておきますと、外国人のおおむね半分はヘッジファンドであると言われていたと思いますので、そういったところから推測すると、やや減少したというのは否めないと思います。現在でも一定程度のシェアを持っているのであろうと思われます。

(5) 世界の政府系ファンド

今申し上げたことは大体こうであろうということなんですけれども、世界の政府系ファンドというところで、これはデータとしてある程度つかまえられるわけですが(図表13)、申し上げたいことは、中東系のオイルマネーというのは大体横ばいだということです。アブダビは六二七〇億ドルくらいでここ一年間は推移しています。それからサウジ、これも非常にディスクリージャーが悪い状

況ですけれども、「ウォール・ストリート・ジャーナル」がやっているサイトで見る限り、横ばいあるいは若干落ち込んでいるぐらいであろうといわれております。

それに対して、ノルウェーの場合にはこれまた一八〇度方向が逆で、日本株の保有銘柄まですべてインターネット上で公表しています。一年前が三二六〇億ドルであつたのが、直近では四四三〇億ドルまで増えています。あとは中国やシンガポールという状況です。

後で少しお話ししますが、一つはやはり原油収入が非常に潤沢であるということです。原油価格が下がったにせよ高水準であるということ。それから、金融危機以降の二〇〇九年の運用パフォーマンス等が非常に高かった。この二つで資産額が非常に伸びているということになるかと思われまふ。資産額は一年間で三六%増となつていま

す。

(6) 世界の大手年金基金

世界の大手年金基金ということで比較してみますと、(図表14)に示してありますように、実は、世界最大は我が日本の公的年金でございます。

「ペンション・アンド・インベストメント」という年金では世界的に権威のある雑誌のデータで、研究所の図書館にも入っておりますけれども、日本の公的年金資産額は世界トップです。一兆二八四六億一二〇万ドルという残高になっております。ただ、御承知のように、圧倒的な資産内容は国債です。

二つ目が、これから御紹介しようとしているノルウェーの政府年金基金という部分でございます。これが、現在のところ三三九一億ドルということの世界第二位といわれております。ここのと

図表14 世界の大手年金基金

(100万ドル)

1	公的年金(日本)	1,284,612
2	政府年金基金(ノルウェー)	339,149
3	ABP(オランダ)	243,071
4	カリフォルニア公務員(米)	214,556
5	連邦退職(米)	210,609
6	国民年金(韓国)	190,352
7	地方公務員共済(日本)	176,397
8	郵便貯蓄基金(台湾)	154,160
9	カリフォルニア教職員(米)	147,185
10	ニューヨーク州(米)	138,425

(出所) *Pensions&Investments*, December 28, 2009.

(注) 2008年末現在

ころは九〇％程度が外国の有価証券の運用ですの
で、一位と三位とは明らかにコントラストでござ
います。オランダの年金というのも国内の債券の
比重が非常に高い。したがって、海外証券の運用
ということではノルウェーがずば抜けて高いとい
うことになります。それから、四位がカルパース
という順番で、年金として見てもノルウェーの資
産は非常に高いことがわかります。

四、ノルウェーの政府年金基金と 投資倫理基準

(1) ノルウェーの概要

そのノルウェーのことについて若干お話しする
中で、S R Iとかそういった話到最后は持ってい
きたいとおっておりますが、歴史を簡単に振り
返っておきます。

(図表15) にノルウェーの概要をお示ししましたが、第二次大戦中はドイツによって侵略を受けております。一九四九年にNATOに加盟し、今でも政治的にはNATOの一員というふうに御理解いただいてよろしいかと思います。六〇年に、イギリスが中心となってECに対抗する性格の強かった欧州自由貿易連合に加盟します。その後、イギリスはECに加盟するわけですが、ノルウェーは七二年にEC加盟を国民投票で否決、四年の国民投票でも否決ということで、現在でもEUに加盟しておりません。スイスと並んで、地理的には欧州であるけれどもEUに加盟していない数少ない国の一つです。

二〇〇五年一〇月に左派中道連立政権が誕生し、労働党、左派社会党、中央党の三党での政権となっているのが現状です。

経済水準については、OECDが発表している

一人当たり国民所得でいきますと、OECD平均を一〇〇といたしますと、ノルウェーは一七八ということで非常に高い。第一位のルクセンブルクに次いで高いという状況です。ユーロ圏の平均は九六ということで、OECDの平均をやや下回っています。ちなみに、日本はOECDの直近データですと九五で、OECD平均を現在下回っております。

二〇〇九年現在での原油の産出量を見てみますと、ノルウェーは世界第一二位です。しかし国内の消費量が一割に満たない。それはなぜかということ、一つには人口が少ないということ。二つ目には、環境問題に非常に厳しく、原油の国内の消費量を抑えて風力発電などのシェアを非常に高めてきている結果として、国内で使う部分が非常に少なく、EU向けに非常に多く輸出しているという状況です。aからbを引いて輸出向けで計算しま

欧州経済の現状と対日株式投資の動向

図表15 ノルウエーの概要

(1) 歴史

1940 年 ドイツによる侵略
 1949 年 NATO 加盟
 1960 年 EFTA 加盟
 1972 年 EC 加盟を国民投票で否決
 1994 年 EU 加盟を国民投票で否決
 2005 年 10 月 左派中道連立政権
 労働党・左派社会党・中央党

(2) 経済水準

1 人あたり国民所得
 OECD 平均=100 ノルウエー 178.62 (2008 年) ルクセンブルク 187.14
 について高い ユーロ圏平均は 96.83 日本は 95.89

2009 年

	原油産出量 (a)	原油消費量(b)	輸出向け産出量(a-b)
1 ロシア	10032	2695	7337
2 サウジアラビア	9713	2614	7099
3 米国	7196	18686	-11490
4 イラン	4216	1741	2475
5 中国	3790	8625	-4835
6 カナダ	3212	2195	1017
7 メキシコ	2979	1945	1034
8 ベネズエラ	2437	609	1828
9 UAE	2599	455	2144
10 イラク	2482	N.A.	N.A.
11 クウェート	2481	419	2062
12 ノルウエー	2342	211	2131

(注) BP, *Statistical Review of World Energy* から算出。

原油価格 (北海ブレンド/バレル)

97.26 ドル (2008 年 平均) → 61.67 ドル (2009 年 平均)

(3) 人権・環境など社会的規範

企業取締役における女性比率 40.2% (2008 年) で世界トップ
 EU 平均 9.7% 日本 1.4%

International Herald Tribune, January 28, 2010

Gay Friendly City Oslo (オスロ市の観光パンフレット)

(4) ノルウエー政府年金基金

1971 年

石油産出開始

ドイツなど EU へ石油・天然ガス輸出

1990 年政府年金基金設立

当初は石油基金 (一般会計)

石油収入は世代間の公正 (justice) のため使用されるべき

2004 年

投資の倫理ガイドラインが議会で決定

社会党が推進するも、右翼・進歩党も合意

Dr. Danyel Reiche, Sovereign Wealth Funds as a New Instrument
 of Climate Protection Policy? CICERO Working Paper
 November 2008

2009 年 8 月 政府、政府年金基金のアクティブ運用に関する計画を発表

→ 気候変動に関する研究プロジェクト発足

地球温暖化は世界の経済成長に深刻な影響をもたらす

政府年金基金のポートフォリオはいかにあるべきか?

国内電力の 98.2% は水力発電による (環境問題)。

政府年金基金は財務省がノルウエー銀行投資運用部に運用を委託

拠点 オスロ、ロンドン、ニューヨーク、上海、シンガポール (2010 年 6 月開設)

外部委託運用業者

株式

ブラックロック、BNY メロン投資顧問、キャピタル・インターナショナル、ガートモア、
 ジェイナス、ラザード、シュローダーなど 43 業者 (日系ゼロ)

債券

ブラックロックなど 2 業者

すと、現在のところ世界で五位です。

そういったことで、御承知のように、原油価格はピーク時に比べると低くなってきたてはいます。それでもやはり高い状況には変わりありません。かつてトリプルメリットといわれた時期に比べると非常に高く、潤沢な石油収入が産油国にはもたらされているということになるかと思えます。

もう一つは、SRIとかかわってくることです。が、ノルウェーは、人権問題や環境問題といったような社会的な規範に非常に積極的です。企業の取締役における女性比率が四〇・二%ということでは世界第一位です。ちなみに、EUの平均が九・七%、日本は一・四%です。

もう一つは、人権問題にも非常に熱心ということが厳しい。今年の一月にオスロ大学の先生とお会いしたんですが、オスロのホテルのパンフレットに

書いてあったことに驚きました。男性同士がこやかにほほ笑んで肩を組んでいる写真がオスロ市の観光パンフレットに出ているんです。そのうたい文句が「Gay Friendly City Oslo」、要するに、同性愛者の人権に熱心なことを観光のポイントにしているわけです。そういったところからも人権に非常に熱心であるということがわかります。

そういった前提で年金基金のことにだんだん話は移っていくんですけども、七一年に石油の産出が始まりました。天然ガスについては、ドイツやEUはロシアへの依存度が高く、現在でも政治問題化しているといってもいい過ぎではないと思います。天然ガスも含めてノルウェーはEUに輸出しています。

九〇年に政府年金基金が設立されました。当初は石油基金という一般会計の中の基金だったんで

すが、現在は別勘定になっています。石油収入というのは、当該世代だけで使ってしまうのではなく、将来世代のためにも使うべきだ、世代間の公平のために積み立てて使われるべきだということ、現在のところ政府年金基金にお金積み立てられています。

二〇〇四年に投資の倫理ガイドラインが議会で決定されました。中心になったのは社会党ですけれども、国会で議論されて、これは私が言っているわけではなくて、「右翼・進歩党」と一般に呼ばれているわけですが、そこも合意しているということ、ノルウェーでは、イデオロギー的な問題ではなく、国民的なコンセンサスとして投資の倫理ガイドラインというものが認められています。

二〇〇九年八月には、政府が年金基金のアクティブ運用に関する計画を発表しております。当

時はちょうどCOPが非常に話題になった時期ですが、環境問題や気候変動に関する研究プロジェクトが始まって、ノルウェーの大学の先生の中には、環境問題の重要な手段として、ソブリン・ファンドによる投資というのは位置づけられるべきだということを真剣に議論している方もいらっしゃいます。それぐらいこの問題を環境問題との関係でも重視しています。

先ほど国内の石油消費量が一割に満たないと申し上げましたが、電力の九八・二%が水力発電です。環境問題との関係でこのような数字になっています。

年金の細かい運用の体制を話しているとあっという間に時間が来てしまいますので、ポイントだけ申し上げますが、政府年金基金というのは、財務省が、中央銀行であるノルウェー銀行の投資運用部に運用を委託しております、運用の実務は

中央銀行であるノルウェー銀行が行っています。現在、運用の拠点としては、オスロ、ロンドン、ニューヨーク、上海、それから、今年の六月に、東京ではなくて残念ですが、シンガポールに運用拠点を設けています。

外部の運用業者をすべて公表しております、株式に関しては、ここに出ているような米系、それから欧州系のガートモアやラザード、シュローダーといった四三業者に委託しております。内部運用の部分もちろんありますが、外部運用をしていて、株式については四三業者に委託しております。日本系は残念ながらゼロです。債券については、ブラックスロックなど二社に現在のところ委託しています。

これはノルウェー銀行の本店の建物です（写真掲載省略）。日本銀行の建物に比べると非常に小さいので、行ってみてびっくりしましたけれど

も、規模的には非常に小ぢんまりとした建物です。

先ほども少し触れましたが、運用業者とは別に、恐らくはチェースのロンドン支店がカストディアン業務のほとんどを請け負っているのではないかと思われます。これは公表されていませんので、私の推測です。

(2) ノルウェーの財政収支と政府年金基金

政府年金基金の状況について、データで少し御説明します。

（図表16）に示しましたように、石油収入が政府の財政に入ってきました、税収と一緒になって国家財政の収入ということになります。そこから支出がございます。石油関係の支出が一部あって、設備投資などが発生しますので、それ以外に教育や福祉の支出があつて、支出の合計というこ

図表16 ノルウエーの財政収支と政府年金基金

(10億クローネ)

	2009年度	2010年度
石油関連収入①	290.5	244.8
税収	674.2	677.0
その他	58.1	52.3
収入合計②	1,022.8	974.0
石油関連支出③	25.8	24.4
石油以外の支出	850.4	883.1
支出合計④	876.2	907.5
財政黒字⑤(②－④)	146.6	66.6
石油関連純収入⑥(①－③)	264.7	220.4
非石油財政収支(⑤－⑥)	-118.1	-153.8
政府年金基金(石油)補填⑦	118.1	153.8
政府年金基金への繰り入れ⑧(⑥－⑦)	146.6	66.6
政府年金基金の利子・配当⑨	108.4	105.6
財政黒字＋政府年金基金余剰⑩(⑧＋⑨)	255.0	172.2
政府年金基金の市場価値	2,697.9	2,930.9

(出所) The National Budget 2010から作成。

(注) 予算ベース

となりますが、ノルウエーの場合、現在のところ、収入のほうが支出を上回っておりますので、財政黒字が発生しているという状況です。非石油財政収支というところで、石油がなければやはりノルウエーも財政赤字です。一一八〇億クローネぐらいの赤字ということになるんですが、石油収入が非常に潤沢ですので、この赤字部分が消えて、結局、政府年金基金に対して全体の黒字部分を補てんできるということになっております。当然、利子配当というのも年金のほうから上がってまいりますので、それも含めた金額が政府年金基金に繰り入れられるということで、石油関係で非常に恩恵を受けています。

これはノルウエーの財務省の写真です(掲載省略)。非常に小ぢんまりとした建物で驚いたんですけど、一月に訪問したとき、今、成田空港等でも導入に關していろいろ議論になっているボ

デイスキャナーでチェックされました。体の線が全部出てしまうというのですが、何かおかしいものを持っていないか、私も全部見られたと思います。そういったセキュリティチェックを受け、中に入りました。

ノルウェーの財務省の中に政府年金基金の運用をやっている専門の部署があります。この方はこのシニアアドバイザーですけれども、見ての通り女性です。バルボルク・リーさんとおっしゃる方です。初対面で三〇分程度でしたので、突っ込んだ話までは伺えませんでしたけれども、ある程度の仕組みについては話を聞くことができました。

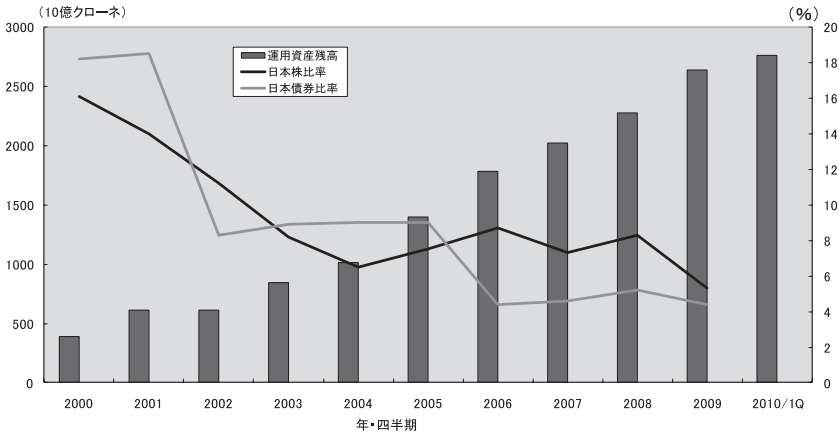
それから、先ほどから申し上げようと思って忘れていたんですが、「年金基金」という名称にはなっていますけれども、教育や福祉関係にも支出されております。必ずしも、ペンションファンド

というか老齡年金だけではありません。そういった形で使われているので、総じていえば、政府年金基金というよりは、政府財政の貯蓄勘定というふうにお考えいただいたほうが内容に即しているのではないかと印象を持っております。

(3) ノルウェーの政府年金基金の資産残高と日本比率

(図表17) に示しましたように、ノルウェーの政府年金基金の資産残高ですけれども、今までお話ししてきたようなことで非常に増えてきています。二〇〇〇年から二〇一〇年のところまでで非常に伸びてきています。二〇〇〇年には三八六〇億クローネだったんですが、二〇一〇年の第一・四半期、これが一番新しいデータの公表ですが、二兆七六三〇億クローネまで増えてきています。四〇〇〇万弱から二・七兆ということですよ。

図表17 政府年金基金の資産残高と日本比率



(出所)NBIM, Annual Report から作成。

で、八倍程度にはなろうかと思いますが、資産残高が伸びています。

運用の比率としては、黒いラインが日本株ですが、けれども、かつては一六・一%あったんですが、現在は五・三%まで下がってきています。債券については、二〇〇〇年時点では、日本の債券は一八・二%あったわけですが、直近では、このデータは年に一回しか公表されませんので、二〇〇九年末が一番新しいデータになるんですが、四・四%まで下がっています。

一枚目のレジюмеで「金額では横ばいか」と書いてしまったんですが、研究所のほうにこの資料を提出してから再計算しましたら、金額でも実は伸びておりまして、この金額にこの比率を掛けて計算しますと、二〇〇〇年から二〇一〇年にかけてですが、株式に関しては倍増しています。債券についても、二〇〇〇年から二〇一〇年にかけて

図表18 ノルウェー政府年金基金の保有比率が高い銘柄

(%)

		コード番号	2009年末	2008年末	増減
1	ピジョン	7956	4.97	3.26	1.71
2	メガネトップ	7541	4.08	3.28	0.80
3	フェローテック	6890	4.05	0	4.05
4	そーせいグループ	4565	4.00	0	4.00
5	タカラレーベン	8897	3.89	0	3.89
6	オリジン電気	6513	3.81	3.90	-0.09
7	デジタルアーツ	2326	3.55	1.06	2.49
8	エムティーアイ	9438	3.51	1.84	1.67
9	ヴィレッジバンガード	2769	3.51	2.53	0.98
10	雑貨屋ブルドック	3331	3.50	2.99	0.51

(出所)『日経ヴェリタス』、2010年3月21日号等から作成。

七〇％増ということになっておりますので、比率として見ると下がっていて、日本株が売られているという印象をお持ちかと思いますが、株式については、絶対額で見ても、倍ぐらいにはなっています。

(4) ノルウェーの政府年金基金の保有比率が高い銘柄

ノルウェーの政府年金基金は二〇〇九年末現在で一三二七銘柄の日本株を持っています。時価総額で、円換算で、為替の影響もありますけれども、一・四兆円ということになりますので、単独の株主としてはかなり持っているということになるかと思えます。

個別にピックアップしたのが図表18です。一三二七銘柄を一つ一つチェックしていく作業が必要なのですが、たまたま「日経ヴェリタス」で銘柄

をチェックした特集が二度ほど出ましたので、それを参考にしていきます。

ノルウェーの保有比率が高い銘柄ということで、個別銘柄についてはホームページ上で全部出ますので、御関心がある方はごらんください。

保有比率でいきますと、第一位はビジョン。御承知のように育児関係の企業ということで、いかにもノルウェーらしいという印象を持ちます。それから、メガネトップ。フェローテック、これは半導体製造装置だと思えます。それから、ソーセイ、これは薬品関係です。タカラレーベン、これはマンシオンなど不動産関係です。オリジン電気。それから、デジタルアーツ、これは閲覧制限ソフトということで、広い意味で青少年の育成という観点から見ると、やはりノルウェーが目をつけたのかなという印象を持っております。

この比率を参考にしながら、日経会社情報や四

季報で大株主を見ていくと、皆さん御存じだと思えますが、ノルウェーの「ノ」の字も出てきません。ノルウェー政府年金基金は全く名義を表に出さないわけです。名義上の株主であるカストディアンバンクという形で大体この比率から推計すると、先ほどから申し上げているように、あくまで推論の域は出ないわけですけれども、チェースのロンドン支店をカストディアンとして使っているであろうと思われます。

他方、大型株と申しますか、銀行株とかNTT、そういった株は時価ベースで見た高い銘柄ということで図表18とは別に、かなり持っています。

(5) ノルウェー政府年金基金と倫理委員会

(図表19) に示しましたように、ノルウェーの政府年金基金が倫理委員会というのを設けており

図表19 ノルウェー政府年金基金と倫理委員会

財務省のもとで、投資倫理（除外など）の提言

運用はノルウェー銀行インベストメント・マネジメント（NBIM）

NBIM と倫理委員会は、財務省のもと、意見交換

倫理委員会委員（2010 年 7 月現在）

委員長	Gro Nystuen	オスロ大学ノルウェー人権センター准教授（女性）
	Andreas Follesdal	オスロ大学ノルウェー人権センター教授（男性）
	Yiva Lindberg	SIGLA 取締役（女性）元マッキンゼー・コンサルタント
	Lill Gade	Jotun マネージャー（女性）
	Ola Mestad	オスロ大学ヨーロッパ法律センター教授（男性）

ノルウェー政府年金基金の投資除外銘柄

1 通常の使用により基本的な人間性原理を侵害する武器の生産

- ① 地雷製造
シンガポール・テクノロジー
- ② クラスター爆弾製造
ロッキード マーティン
他 7 社
- ③ 核兵器製造
ボーイング
他 9 社

2 ビルマへの武器販売

ドンフエン（Dongfeng）グループ

3 タバコの製造

JT（2009 年 12 月 31 日より除外）

他 16 社

4 人権・環境等へのリスク

- ① 人権侵害
ウォルマート
- ② 環境破壊
リオ ティント
他 7 社

5 その他の倫理的規範の侵害

エルビット システム

KLP (Kommunal Landespensjonskasse)

ノルウェーで最大級の生命保険会社 公務員年金の運用 1660 億クローネ

（1kr＝14.5 円で、約 2 兆 4070 億円）

総資産 2008 年末 2019 億クローネ 2009 年末 2239 億クローネ

株式比率 同 5.6% 12.3%

しかし、日本株は全般的に売り（減少）

コスト抑制のため、インデックス運用が基本。しかし投資除外企業ははずす。

2008 年には 16 社と対話し、7 社が除外。3 社が復帰。2008 年末で 53 社が除外。

投資除外銘柄

人権

ヤフー 他 12 社

労働権

ブリヂストン

リベリア（アフリカ）のゴム農園でブリヂストンの子会社ファイアストンが、
深刻な児童労働を強制。

トヨタ自動車

フィリピンの現地法人で、労働組合の組織化・団体交渉を妨害し、不当な解雇を
繰り返している。フィリピンの裁判所、ILO により調査中。

ウォルマート

環境

シェブロン 他 7 社

武器製造

ボーイング 他 20 社

タバコ製造

JT 他 14 社

まして、財務省のもとで政府の年金基金としての投資倫理等を提言しています。先ほども御説明したように、実際の運用はノルウェー銀行のほうでやっておりますので、ノルウェー銀行と倫理委員会が意見交換して決定しているということになります。倫理委員会のメンバーとしては、大体は大学の教師かコンサルタントの方ということになっています。委員会の構成も、女性が三名入っていて、比率としては非常に高いです。

今回私がお会いした方は、図表19で上から二番目のフェレスダール教授です。たまたま私の泊まっていたホテルのそばにお住まいということで、ホテルまで来ていただきましたして、一時間程度お話ししていただきました。

この方はハーバード大学の哲学博士号を持っていらっしやる方で、人権問題の専門家なんですけれども、投資除外銘柄として現在年金基金のほう

で指定しているのは、一つは地雷の製造にかかわっている企業ということで、シンガポール・テクノロジーを投資除外にしています。

それから、最近日本のマスコミでも少し話題になりましたけれども、クラスター爆弾です。これは非常に殺傷力が高い上に地雷的な働きをする可能性があるということで、ロッキードなど8社が外されております。

それから、核兵器の製造ということで、そこには「ビルマ」と書いておりますが、ミャンマーの軍事独裁政権に武器を売っているということで、ドンフエングループという企業グループが投資除外されています。

従来、ノルウェーのファンドの場合には投資除外の日本企業は一社もなかったんですけれども、今年の一月からJITが日本企業としては初めて、たばこの製造ということで、健康並びに環境問題

の観点から投資から除外されました。二〇〇八年
一二月まで、J-Tの発行済み株数の〇・六五%を
ノルウェーのファンドは持っていました。最近発
表された二〇〇九年一二月末の保有ポートフォリ
オではゼロになっており、J-Tの名前が消えてい
ます。恐らくは、二〇〇九年一年間かけて徐々に
J-T株を売却した後、今年の年初に投資禁止銘柄
として公表した、こういったようなことで推移し
たのではないかと思われます。

四つ目の柱は人権・環境問題です。人権侵害と
いうことでウォルマート、環境破壊でということ
でリオ・ティント。これは中国との関係でもいろ
いろと話題になる会社だと思いますが、ほか七社
です。それから、その他の倫理的規範の侵害とい
うことで、エルビット・システムという会社が政
府年金基金から投資の除外対象として公表されて
います。

これはオスロ大学の法学部の建物です。うだる
ような暑さなので、雪景色を見て少し涼しくなっ
ていただいたほうがよろしいかと思い、この写真
を持ってきました（掲載省略）。大学らしい雰囲気
を持っている学校です。

(6) ノルウェーのKLP（地方公務員共済組合） について

それから、もう一社お会いしていただいたこと
ろがノルウェーで最大の生命保険会社で、会って
いただいたのはこの方です。KLP (Kommunal
Landespensionskasse)・Kommunalというのは
地方という意味です。LandespensionのLとP
で、KLPという地方公務員共済みたいなところ
を専門で資金運用している生命保険会社の
「Head of Responsible Investment」という肩書で
したけれども、ベルガンさんという方です。

この方と小一時間ほどお話しさせていただいたんですが、ノルウェーで最大級の生命保険会社で地方公務員年金の運用ということで、公務員関係で一六六〇億クローネ程度の資金を運用しているということであります。総資産は二〇〇〇億クローネから二二〇〇億クローネぐらいで推移しております。話の雰囲気で大体わかりましたけれども、日本株は全体的には売っているというようなことを間接的にいっていたという印象を受けました。

全般的には、コストを抑制したいということで、インデックス運用が基本であるということをしていました。トヨタやブリヂストンといった投資除外銘柄を外した上で、ほかのところのウエートを高めるといったようなやり方で行っているそうです。二〇〇八年には、グローバルベースで一六社と話し合いをして、その結果、だめだと

いうことで七社が投資禁止銘柄になったというところです。しかし、話し合いの結果、会社が譲歩してある程度KLPの意見を聞き入れてくれれば、投資銘柄に戻すといっておられました。二〇〇八年末、世界で五三社がKLPの投資除外銘柄になっています。

KLPの場合、どんなところを除外しているかということですが、一つは、人権問題ということでは、労働の問題で二社が除外されています。一つはブリヂストンです。リベリアのゴム農園で、子会社であるファイアストーンが児童労働を強制しているということが理由であるということで、これについては、かなり厳しい雰囲気で、我々としては認められないということを主張していました。

トヨタに関しては、フィリピンのトヨタの現地法人で、労働組合の組織化、団体交渉を妨害して

不当な解雇を繰り返しているということ、フィリピンの裁判所（ILO）によって調査しているが、我々としては、国連等の基準からいくとこれについては認められないというようにいい方で、若干迷ってはいるけれども除外しているということを書いていました。

ほかに労働の関係ではウォルマート、環境問題ではシェブロンほか七社、武器関係ではボーイングほか二〇社、たばこ関係ではJT、フィリップスなど一五社が投資除外されているという状況です。

（図表20）は、KLPの主要な日本株銘柄です。これは私が拾っていったので、落ちている会社があるかもしれませんが、そこは御容赦いただくこととして、全体的に消費関連のところではかなり売られている傾向が出ています。ただ、売られている一方ではなく、アサヒビール、花王、

セブン&アイ・ホールディングス、武田、JR東日本、NTT、東電、こういった形で、ここ一年間程度のところでも買われているところもあるという状況です。

五、まとめに代えて

全体として余りまとまりのない話だったと思いますが、今日申し上げたことは、日本の株式市場は、現状では欧州系を中心に外国人投資家への依存状態が続いているわけで、急速にこの状況が変わるかという、急速には変わらないだろうと思われます。そういう中で、従来、我々日本の中での価値観と申しますか倫理観、そういったものとは異質な人たちとどうしてもおつき合いしなければいけなくなってきたというわけです。

私は以前、立命館大学の国際関係学部というと

欧州経済の現状と対日株式投資の動向

図表20 KLPの主要な日本株銘柄

(株数)

部門		2008年	2009年	増減
消費関連	ベネッセ	42,200	4,900	-37,300
	本田	205,500	91,900	-113,600
	日産	486,000	296,500	-189,500
	シャープ	218,800	53,800	-165,000
	ソニー	64,900	62,200	-2,700
消費財	味の素	215,000	48,000	-167,000
	アサヒビール	112,800	123,900	11,100
	花王	79,400	95,100	15,700
	日清食品	47,900	5,700	-42,200
	セブン・アイ	45,140	123,540	78,400
金融	横浜銀行	405,000	75,000	-330,000
	大東建託	44,700	44,600	-100
	三菱UFJ	598,860	604,091	5,231
健康	久光	39,100	0	-39,100
	小野薬品	40,500	46,200	5,700
	武田	44,600	89,800	45,200
産業	JR東海	237	318	81
	JR東日本 *	352	40,288	39,936
	セコム	45,700	47,700	2,000
IT	リコー	158,600	27,600	-131,000
テレコム	NTT*	740	77,840	77,100
	ドコモ	1,023	992	-31
流通	東京電力	58,500	81,300	22,800
合計		2,955,552	2,041,269	-914,283

(出所) KLPアニュアルレポート

(注) 2008年末で1000万KR以上保有する銘柄の株数増減

* JR東日本とNTTは2009年1月に株式分割 1:100

ころにいたことがあるんですけども、国際関係学という領域では「異文化理解」という言葉がよく使われます。異なったカルチャーの方とどうやってお互いコミュニケーションを図ってうまくやっていくかということが非常によく言われるんですけども、今日の話をまとめていく中でその言葉を再び思い出しました。

日本企業は、外資系の買収ファンドで、いろんな経緯があったとは思いますが、グローバルな形では必ずしもいい印象を対外的に与えていないと思います。もう少しエクセレントなやり方といいますか、もう少しやり方を考えたほうがいいのではないかとあります。そういった意味では、日本の価値観や企業倫理の異なる投資家と今後ますます向き合わなければならなくなってきましたので、本当の意味でやり方を考えていかないといけなくなっている時代かなと

いう印象を持っております。

大変雑駁な話で恐縮ですが、私からは以上です。(拍手)

若林常務理事 代田先生、ありがとうございます。
た。

現地での情報も踏まえた大変興味深いお話を聞かせていただきました、ありがとうございます。
た。

それでは、若干お時間をいただいておりますので、ここで、皆様方からの御質問あるいは御意見をお受けしたいと思います、いかがでございますか。

質問者 図表17、ノルウェーの政府年金基金がずっとふえているというお話でした。要は、元本自体をふやしているのかなという気がするんですが、運用の成績自体はどんな感じなのでしょう

か。

代田 アニュアルレポートのほうに細かいデータは全部公表されているんですけども、二〇〇八年は、株式や債券を全部含めておおむね二〇%程度マイナスの運用だったと思います。ところが、二〇〇九年に、その反動もあるんでしょうけれども、年率で大体三〇%プラスの運用になってきているので、二〇〇八年は大幅にやられたけれども、二〇〇九年で運用成績がまた非常によくなったので、ある程度戻った、こういった状況か思いますが。雑駁な回答で申しわけありません。

質問者 三点ほどお聞きできればと思います。

まず、一点目は、日本企業について、比率を落とされているということですけども、最近、世界的に、アジア企業、アジア株というものに関する姿勢といえますか、投資はどうなっているのかという点です。

二点目は、これもアジアに関係するんですけども、EUになって、EU指令というんではたか、たしかスイスとかルクセンブルクのところからシンガポールとか香港に投資拠点を変えている。そういう欧州の投資行動として、投資金額は変わらなくても、そのあたり、かなりアジアに来ているのかどうか。

三点目は、二〇年近く前、私もトレーディングで海外のオーダーをとっていた時から比べると、四半期決算とか、ファンドの運用も非常に変わってきている。そういうところで、欧州の投資家というのは、基本的には長期に保有されるというイメージがあるんですけども、四半期のところ、リバランスとかそのあたりをかなりされるのかどうか。あるいは、年一回、非常にドラスチックに変えられるのかどうか。御存じの範囲内で教えていただければと思います。

代田 一点目のアジアへの投資ということですが、これに関しては、私が話を聞いた限りでは、

日本を除いて全般的に非常に増やしているという印象を持っています。日本について情報が出ているということは、ほかのアジア諸国についても出ているわけですが、ウエートとしては、日本以外のアジアへの投資というのは、欧州、特にノルウェーのファンドからかなり増えていると考えております。

運用拠点については、先ほどもちょっと触れましたが、東京ではなくてシンガポールに開くという御時世ですので、全般的にそういった状況かなと受けとめています。

二点目は、EUの指令があるけれども、投資はアジアへ来ているのかということだったと思います。一点目のお答えとも重なる部分があると思うんですが、全般的にアジア向けの投資というのは

増えているという印象を持っております。

三つ目は、四半期決算なのか、年一遍の決算で大幅見直しなのかということですが、大枠は年に一遍決めて、年に一遍の見直しのところでかなりドラスチックに入れ替えをやるけれども、四半期に一遍ある程度の微調整はしている、そういったやり方でノルウェーの年金の場合にはやっているかと私は理解しております。年に一遍、年間のポートフォリオのベンチマーク等から日本株を何%ぐらいというのを出して、四半期に一遍ずつ、それに応じる形で微調整、そういった状況で運用していると私は理解しています。

若林常務理事 他にございませんでしょうか。

それでは、時間も参りましたので、本日の「証券セミナー」はこれで閉会とさせていただきますと存じます。

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・駒澤大学経済学部教授
当研究所客員研究員)

(この講演は、平成三二年九月六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）

『金融危機と証券市場の再生』（2010年、同文館、編著）