

# アベノミクスと機関投資家

証券経済研究所客員研究員  
帝塚山大学経済学部准教授  
志馬 祥紀

## 本報告について

- \* 目的：アベノミクス(クロダノミクス)導入後の、  
証券市場における機関投資家の投資行動把握。
- \* 方法：機関投資家に関する
  - ①各種データから読み取れる行動の把握
  - ②価格変動に対する行動の把握(部分報告)

## アベノミクスとは

- \* 第一の矢：大胆な金融政策  
→目的：企業や家計に定着したデフレマインドの払拭  
2%の物価安定の目標を2年程度(目標)で実現。
- \* 第二の矢：機動的な財政政策（詳細省略）
- \* 第三の矢：民間投資を喚起する成長戦略（詳細省略）

3

## 日本銀行の新金融政策 (クロダノミクス、異次元緩和)

|                    |                                                                                                                                                      |
|--------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| マネタリーベース・コントロールの採用 | <ul style="list-style-type: none"> <li>金融調節の操作目標を短期金利からマネタリーベースに変更</li> <li>マネタリーベースが、年間60～70兆円で増加するよう金融調節を実施</li> </ul>                             |
| 長期国債買入れの拡大と年限長期化   | <ul style="list-style-type: none"> <li>長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う</li> <li>→買入れ対象を40年債を含む全ゾーンとした上で、買入れの平均残存期間を現状の3年弱から7年程度に延長</li> </ul> |
| ETF・J-REITの買入れ拡大   | <ul style="list-style-type: none"> <li>ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れ</li> </ul>                                            |
| 「量的・質的金融緩和」の継続     | <ul style="list-style-type: none"> <li>「量的・質的金融緩和」を、2%の「物価安定の目標」の実現を安定的に持続するために必要な時点まで継続</li> </ul>                                                  |
| 「量的・質的金融緩和」に伴う対応   | <ul style="list-style-type: none"> <li>資産買入れ基金の廃止</li> <li>市場参加者との対話の強化</li> </ul>                                                                   |

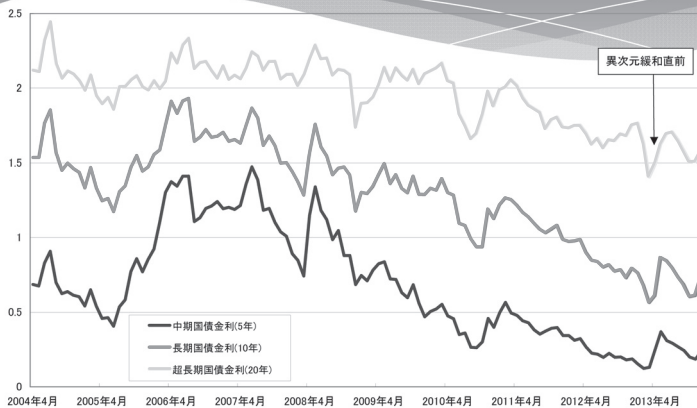
4

## 金融政策の作用経路

- ①日本銀行資産(債券等)購入による  
リスクプレミアムの縮小  
→長期金利の低下、株価上昇
  - ②銀行保有国債の購入  
→貸出金の増加 (ポートフォリオ・リバランス)
  - ③政策転換による、「インフレ期待感」の醸造  
→実質金利の低下、投資意欲を刺激
- ⇒クロダノミクスの影響は国債市場が中心に。

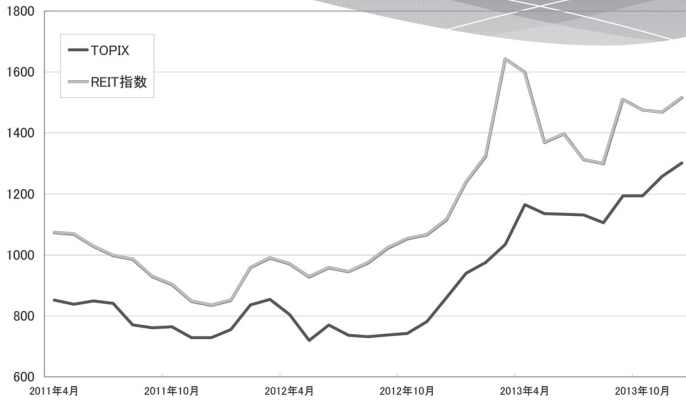
5

## 金利水準の変化 (%)



6

## 株価指数・J-REIT（上場不動産投信）指数の推移



7

## 異次元緩和後

＊ 金利（中期・長期・超長期）は上昇傾向？

中期金利：中期利付国債金利（5年物）

長期金利：長期利付国債金利（10年物）

超長期金利：長期利付国債金利（20年物）

＊ 株価（東証一部株価指数）・J-REIT指数は上昇傾向

8

## 金利水準の変動拡大

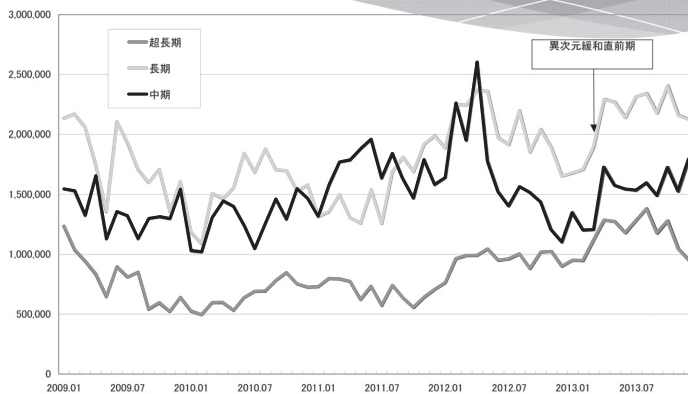
|                  |      | 中期利付国債<br>(5年物) | 長期利付国債<br>(10年物) | 超長期利付国債<br>(20年物) |
|------------------|------|-----------------|------------------|-------------------|
| 異次元緩和前           | 平均   | -0.00215        | -0.00152         | -0.00074          |
|                  | 標準偏差 | 0.035288        |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

- ・異次元緩和前（2011年4月—2013年3月、2年間）及び緩和後（2013年4—12月）の金利の日次変化率を比較
- ・緩和後の金利変動は、緩和前の2倍近く上昇（長期が2.3倍、超長期2.1倍、中期1.9倍）。
- （→金利変動リスクの増大）

9

## 国債市場の売買動向

(単位: 億円)



10

## 異次元金融緩和前後の市場（国債）

## 国債取引高 単位:億円(額面)

|                    | 中期        | 長期        | 超長期       |
|--------------------|-----------|-----------|-----------|
| 緩和前平均              | 1,636,913 | 1,848,030 | 851,676   |
| 緩和後平均              | 1,611,278 | 2,246,574 | 1,204,298 |
| 増加比率<br>(=緩和後/緩和前) | 0.98      | 1.21      | 1.41      |

緩和前:2011年4月—2013年3月(:2年間)

緩和後:2013年4月—12月(:9か月)、(以下同じ)

11

## 異次元金融緩和前後の市場（株式・J-REIT）

## 株式(東証一部) (単位:百万株、億円)

|                    | 売買高    | 売買金額    |
|--------------------|--------|---------|
| 緩和前平均              | 45,859 | 281,999 |
| 緩和後平均              | 69,034 | 557,439 |
| 増加比率<br>(=緩和後/緩和前) | 1.5    | 2.0     |

## J-REIT(不動産投資信託) (単位:千口、百万円)

|                    | 売買高   | 売買金額    |
|--------------------|-------|---------|
| 緩和前平均              | 1,227 | 304,764 |
| 緩和後平均              | 3,039 | 724,351 |
| 増加比率<br>(=緩和後/緩和前) | 2.5   | 2.4     |

12

## 異次元緩和後

- \* 国債売買高は概ね拡大  
(中期：横ばい、長期：1.2倍、超長期：1.4倍)
- \* 株式売買高は拡大 (1.5倍、金額ベースで2倍)
- \* J-REIT売買高は拡大 (2.5倍、金額ベースで2.4倍)

13

## 以下の分析内容

- ①ストックデータによる分析(：日本銀行資金循環統計)  
(国債保有者状況、銀行の保有国債・貸出金残高の推移)
- ②フローデータによる分析(：証券市場の取引状況)
- ③機関投資家の価格変化に対する行動  
(：インパルス分析、部分報告)

14

# 1 スtockデータによる分析

## 国債等の保有者内訳 (残高: (兆円))

|             | 残 高   |       |       | 構成比(%) |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
|             | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2011年  | 2012年 | 2013年 |
| 残高          | 920   | 960   | 980   |        |       |       |
| 構成比         |       |       |       | 100.0  | 100.0 | 100.0 |
| 金融仲介機関      | 601   | 620   | 603   | 65.3   | 64.6  | 61.5  |
| 中小企業金融機関等   | 177   | 168   | 167   | 19.2   | 17.5  | 17.1  |
| 保険          | 172   | 184   | 193   | 18.7   | 19.2  | 19.6  |
| 国内銀行        | 141   | 156   | 136   | 15.4   | 16.2  | 13.9  |
| 年金基金        | 28    | 29    | 31    | 3.1    | 3.0   | 3.2   |
| 一般政府、公的金融機関 | 93    | 102   | 89    | 10.1   | 10.6  | 9.1   |
| うち公的年金      | 70    | 68    | 69    | 7.6    | 7.1   | 7.1   |
| 中央銀行        | 92    | 115   | 170   | 10.0   | 12.0  | 17.4  |
| 海外          | 78    | 84    | 79    | 8.5    | 8.7   | 8.0   |
| 家計          | 28    | 24    | 22    | 3.1    | 2.5   | 2.2   |
| その他         | 27    | 15    | 17    | 2.9    | 1.5   | 1.8   |

(出所: 日本銀行「資金循環統計」)

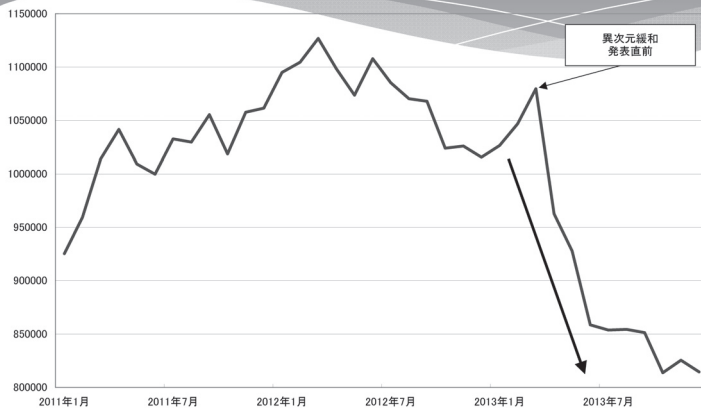
\* 2013年値は9月末現在。

\* 国債等は「国庫短期証券」「国債・財投債」の合計。

\* 国債等は一般政府(中央政府)の他、公的金融機関(財政融資資金)の発行分を含む。

15

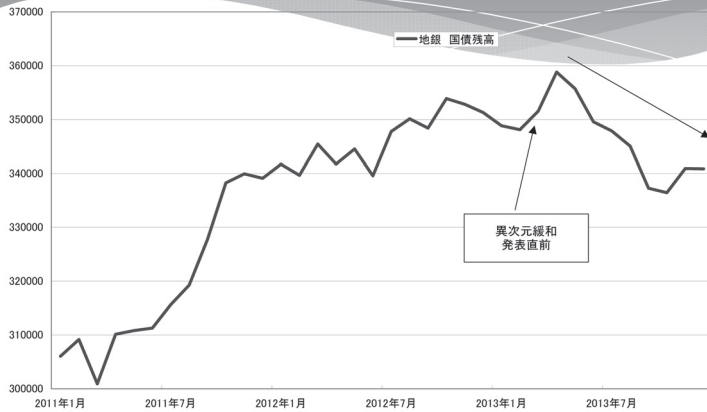
## 都市銀行部門の国債保有残高 (単位: 億円)



16



## 地方銀行の国債保有残高（単位：億円）



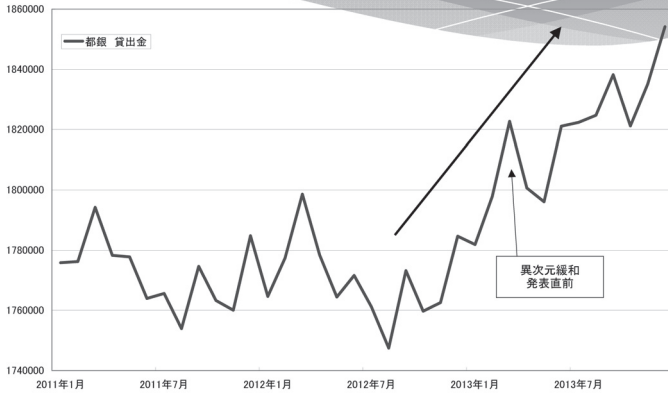
17

## 第二地銀の国債保有残高（単位：億円）



18

## 都市銀行の貸出金推移 (単位: 億円)



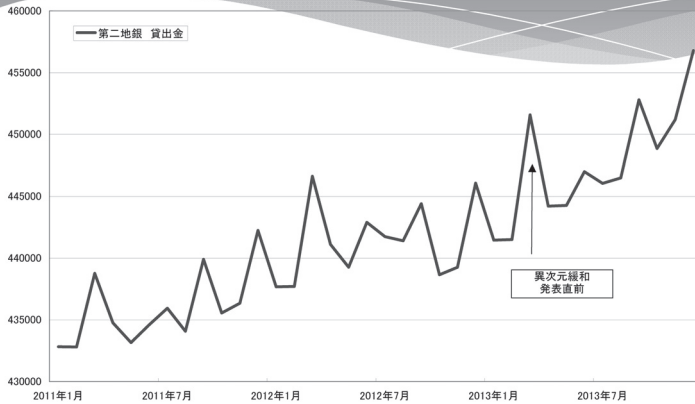
19

## 地方銀行の貸出金推移 (単位: 億円)



20

## 第二地銀の貸出金推移 (単位：億円)



21

## 異次元緩和政策の導入後

- \* 銀行(都銀・地銀・第二地銀)の保有国債残高は減少傾向
- \* 銀行(同上)の貸出金残高は増加傾向

→クロダノミクスは、方向性として成功か?(量的には?)

22

## 2 フローデータによる分析 機関投資家別の取引状況

- \* 証券市場における機関投資家の取引状況  
→投資部門別取引状況データ（月次）
- \* データは、投資部門別に  
「売り・買い総額データ（グロスデータ）」  
「売り買いの差額（ネットポジションデータ）」 が存在。
- \* 上記2データに基づき、投資部門別の、機関投資家行動を把握。
- \* 注意点：証券市場外の動きは把握されず。  
→①「都市銀行」部門が、財務省より直接購入（引受け）した  
国債部分はカウントされず。  
→②償還された保有国債金額はポジションに反映せず。

23

## 分析対象部門・対象商品

- \* 対象部門：
  - ・「銀行」（国債市場については都銀、地銀、第二地銀の区分あり）
  - ・「生損保」
  - ・「外国人」
- \* 対象商品：
  - ・国債（利付中期・長期・超長期別）
  - ・株式（東証一部）
  - ・J-REIT（不動産上場投信、東証）
- \* データ出所：国債（日本証券業協会）、「株式・J-REIT」（東京証券取引所）

24

## 国債市場売買シェア状況(売+買取引高)

| 取引高比率    | 都銀          |             |             | 地銀   |      |      | 信託銀行        |      |      | 第二地銀        |             |      | その他金融機関     |      |      |
|----------|-------------|-------------|-------------|------|------|------|-------------|------|------|-------------|-------------|------|-------------|------|------|
|          | 中期          | 長期          | 超長期         | 中期   | 長期   | 超長期  | 中期          | 長期   | 超長期  | 中期          | 長期          | 超長期  | 中期          | 長期   | 超長期  |
| 譲和前比率平均  | 21.6        | 6.9         | 4.0         | 1.2  | 3.8  | 1.1  | 4.6         | 10.5 | 6.2  | 0.2         | 0.8         | 0.3  | 0.8         | 0.9  | 0.6  |
| 譲和後比率平均  | 11.5        | 4.7         | 2.2         | 1.4  | 3.0  | 0.9  | 6.0         | 10.2 | 5.2  | 0.3         | 0.6         | 0.3  | 1.0         | 0.7  | 0.7  |
| 変化状況(倍率) | <b>0.53</b> | <b>0.68</b> | <b>0.54</b> | 1.18 | 0.80 | 0.78 | <b>1.30</b> | 0.98 | 0.84 | <b>1.31</b> | <b>0.68</b> | 1.10 | <b>1.15</b> | 0.74 | 1.11 |

| 取引高比率    | 生損保         |      |      | 投資信託        |             |             | 事業法人        |      |             | 外国人  |             |             | 債券ディーラー |      |      |
|----------|-------------|------|------|-------------|-------------|-------------|-------------|------|-------------|------|-------------|-------------|---------|------|------|
|          | 中期          | 長期   | 超長期  | 中期          | 長期          | 超長期         | 中期          | 長期   | 超長期         | 中期   | 長期          | 超長期         | 中期      | 長期   | 超長期  |
| 譲和前比率平均  | 0.4         | 1.1  | 6.4  | 0.3         | 0.3         | 0.4         | 0.1         | 0.0  | 0.0         | 5.7  | 7.2         | 6.1         | 56.7    | 62.9 | 61.1 |
| 譲和後比率平均  | 0.9         | 1.2  | 6.0  | 0.8         | 0.5         | 0.6         | 0.4         | 0.2  | 0.0         | 6.7  | 8.7         | 8.2         | 57.5    | 61.7 | 60.4 |
| 変化状況(倍率) | <b>2.27</b> | 1.09 | 0.94 | <b>2.47</b> | <b>1.52</b> | <b>1.52</b> | <b>5.55</b> | 5.37 | <b>1.55</b> | 1.17 | <b>1.22</b> | <b>1.36</b> | 1.01    | 0.98 | 0.99 |

25

## ネットポジション変化状況(月次)

|            | 都銀     |       |             | 地銀    |       |             | 信託銀行  |             |       | 第二地銀 |             |             | その他金融機関     |       |      |
|------------|--------|-------|-------------|-------|-------|-------------|-------|-------------|-------|------|-------------|-------------|-------------|-------|------|
|            | 中期     | 長期    | 超長期         | 中期    | 長期    | 超長期         | 中期    | 長期          | 超長期   | 中期   | 長期          | 超長期         | 中期          | 長期    | 超長期  |
| 譲和前平均      | 11,621 | 7,232 | 2,970       | 2,666 | 3,672 | 614         | 3,510 | 4,495       | 3,406 | 691  | 1,032       | 297         | 1,677       | 1,583 | 566  |
| 譲和後平均      | 13,813 | 7,774 | 1,325       | 2,916 | 3,261 | 851         | 7,083 | 2,635       | 2,812 | 865  | 743         | 566         | 3,633       | 1,449 | 525  |
| 比率(=以後/以前) | 1.19   | 1.08  | <b>0.45</b> | 1.09  | 0.89  | <b>1.39</b> | 2.02  | <b>0.59</b> | 0.83  | 1.25 | <b>0.72</b> | <b>1.91</b> | <b>2.17</b> | 0.92  | 0.93 |

|            | 生損保         |             |             | 投資信託        |             |             | 事業法人        |             |             | 外国人         |             |             | 債券ディーラー     |             |             |
|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|            | 中期          | 長期          | 超長期         | 中期          | 長期          | 超長期         | 中期          | 長期          | 超長期         | 中期          | 長期          | 超長期         | 中期          | 長期          | 超長期         |
| 譲和前平均      | 672         | 1,372       | 8,135       | 1,052       | 375         | 208         | 470         | 116         | 40          | 6,171       | 4,296       | 1,042       | 915         | 441         | 275         |
| 譲和後平均      | 1,520       | 1,025       | 5,095       | 2,396       | 471         | 407         | 2,321       | 498         | 49          | 5,943       | 7,002       | 2,540       | 952         | 253         | 173         |
| 比率(=以後/以前) | <b>2.26</b> | <b>0.75</b> | <b>0.63</b> | <b>2.28</b> | <b>1.25</b> | <b>1.95</b> | <b>4.94</b> | <b>4.30</b> | <b>1.21</b> | <b>0.96</b> | <b>1.63</b> | <b>2.44</b> | <b>1.04</b> | <b>0.57</b> | <b>0.63</b> |

\*投資部門別のネットポジション(「売りー買いポジション」の絶対値、月次平均値)の変化

26

## 機関投資家行動の特徴(国債まとめ)

### <取引シェア>

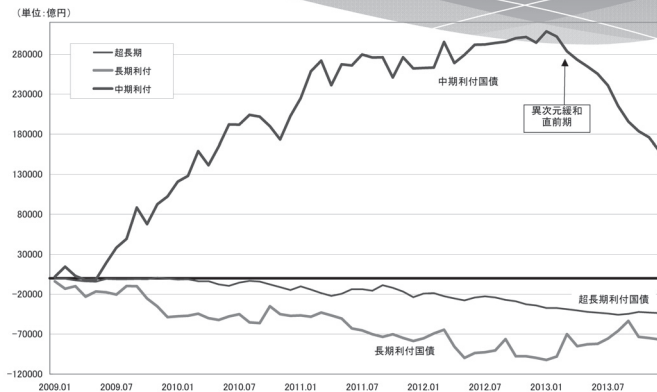
- \* 都銀：国債全部門(中期・長期・超長期)で取引シェアが半減。
- \* 生損保：中期国債のシェア拡大
- \* 外国人：長期・超長期部門でのシェア拡大

### <取引ポジションの変化>

- \* 都銀と地銀・第二地銀間で対称的な動き
  - 都銀：超長期部門でポジション変化減
  - 地銀・第二地銀：超長期部門でポジション変化増
- \* 生損保：中期部門でのポジション変化増
- \* 外国人：長期・超長期部門でのポジション変化拡大

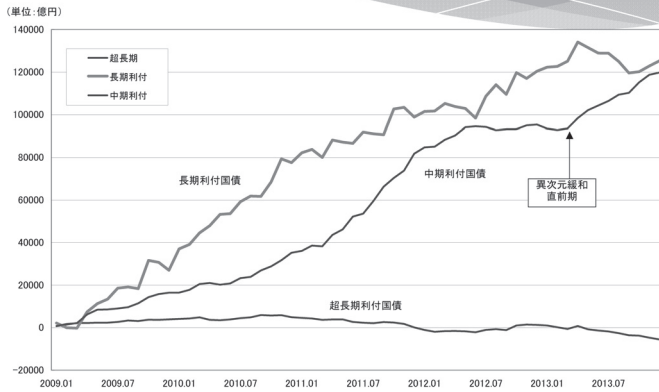
27

## 国債 都銀部門 (月次ネットポジションの累計値)



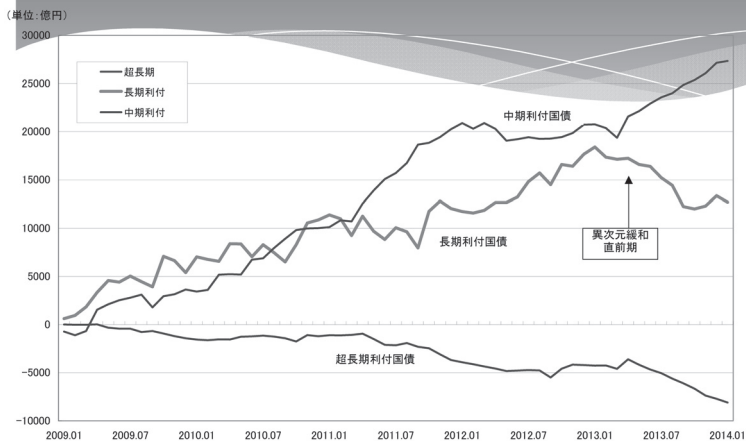
28

## 国債 地銀部門



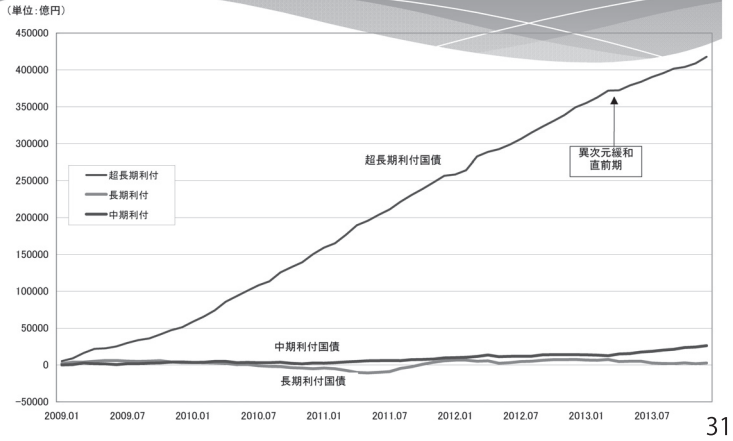
29

## 国債 第二地銀部門

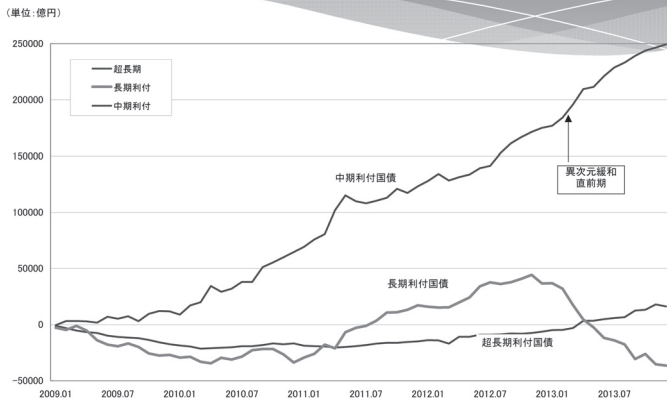


30

## 国債 生損保部門



## 国債 外国人部門



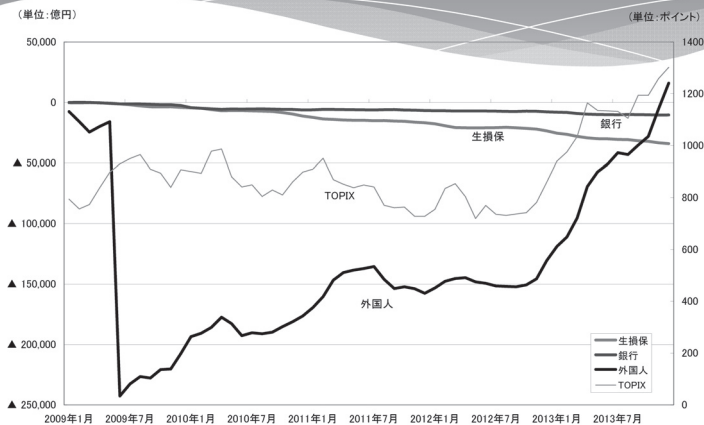


## 取引状況のまとめ (国債)

- \* 銀行(全)：超長期部門の保有ポジション残額が減少
- \* 都銀：中期部門の保有ポジション残額が減少
- \* 地銀：中期部門の保有ポジション残額が拡大
  
- \* 生損保：超長期国債の保有が急拡大  
(異次元緩和以前より継続)
- \* 外国人：
  - 中期国債の購入が急拡大
  - 長期国債の保有が急減

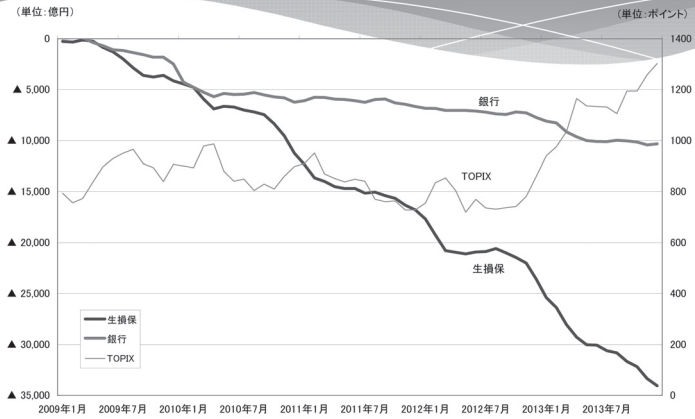
33

## 株式 機関投資家全体



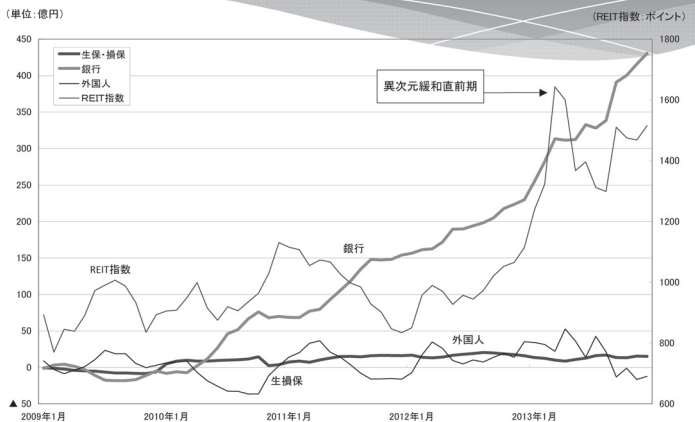
34

## 株式 銀行・生損保



35

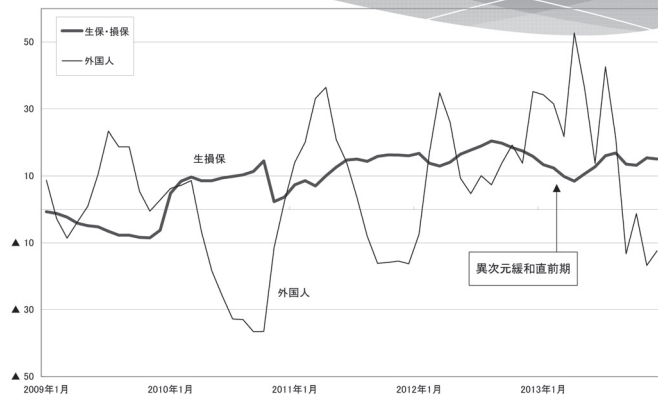
## J-REIT 機関投資家全体



36

## J-REIT 生損保・外国人部門

(単位: 億円)



37

## 取引状況のまとめ (株式・J-REIT)

※ 銀行：

- ・ 株式保有残高は一貫して減少
- ・ REITの保有残高は一貫して上昇

※ 生損保：株式保有残高は一貫して減少

※ 外国人：株式保有残高は一貫して上昇傾向（リーマンショック後）

→取引状況について、トレンドは異次元緩和前後で変化せず？

38

### 3 インパルス応答関数分析 金利・価格変動に対する機関投資家の反応

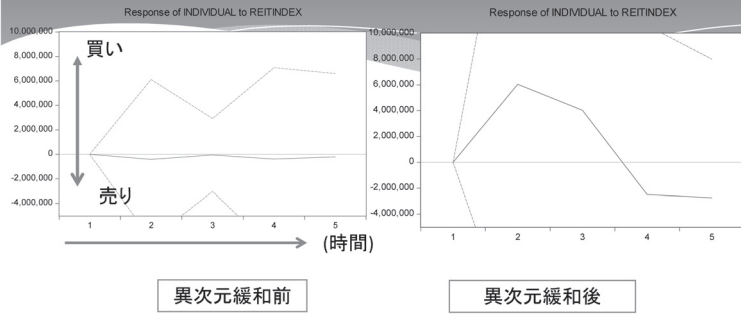
- \* 作業目的: 投資家が商品の収益率の変動(価格変動)に対して、時間の経過とともに、「どのような投資行動を取るか?」「異次元緩和前後での変化の有無」を明らかにする。
- \* 具体的な考え方: 投資家の「順張り」「逆張り」行動を分析
  - ・順張り: 投資家が株式等の対象資産価格の相対的な上昇(下落)にともない、その資産の保有ポジション比率を増やすこと。
  - ・逆張り: 「順張り」の逆の行動。
- \* 「順張り」及び「逆張り」の意味:
  - ・順張り: 市場変動と同方向のポジションを取ることで収益を上げようとする。(＝短期的な投資収益に結びつく度合いが大きい)。
  - ・逆張り: 市場の変動と逆方向のポジションを取ることで収益を上げようとする。(＝相対的に長期的投資に近い性格を有する)。

39

- \* データサンプル: 異次元緩和前・後  
(2011年4月—2013年3月間及び2013年3月—12月間)
- \* 分析手法: 「対象商品の価格変動率(金利の変動、株式・REIT指数収益率)」と「投資部門別の取引金額」を多変量自己回帰モデル(VAR)で分析。  
具体的には、価格変化率に対する投資家のインパルス応答関数を計算、その形状を比較・判断。
- \* 注意点: ①異次元緩和後の期間が9か月のみ、サンプル数が不足。  
②分析結果数が膨大であり、全結果の報告が困難。  
→今回の報告は特徴的な機関投資家部門についての部分報告

40

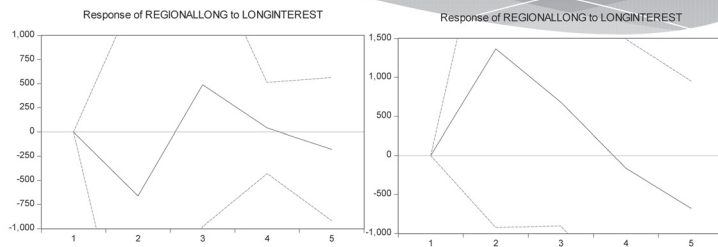
## (分析例) REIT 個人投資家



- ・異次元緩和前: 個人投資家部門は、指数収益率の上昇に対して、弱い売却行動 (価格下落時に購入＝逆張り)
- ↓
- ・異次元緩和後: 指数収益率の上昇に対して、強い購入行動 (順張り)

41

## (パターンの変化例) 地銀 長期国債 緩和前/後

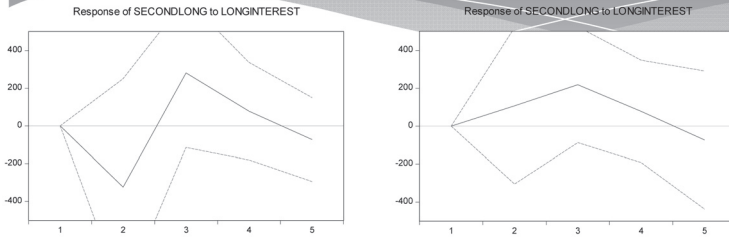


- ・緩和前: 「逆張り」→緩和後: 「順張り」

42

## (パターンの変化例)

### 第二地銀 長期国債 緩和前/後



- ・緩和前:「逆張り」→緩和後:「順張り」  
(地銀・長期国債のパターンに類似)

43

## インパルス応答関数分析のまとめ

- \* 複数の部門において、異次元緩和後の投資パターン変化を確認
- \* 注意点: 異次元緩和後のサンプルが9か月分のみ  
→ 確認されたパターン変化が安定していない可能性  
→ 今後、データ期間を延長して分析する必要

44

(総まとめ)

アベノミクス(クロダノミクス)によって

- \* リスク資産価格(株式、REIT)の急激な上昇、取引高の急拡大
- \* 債券市場価格(＝金利)の変動率(ボラティリティ)も上昇
- \* 機関投資家別・金融商品別に、影響の程度は異なる。  
(売買状況、ポジション状況、投資パターン)
- \* 最終的な政策評価には時間が必要  
(現時点で、投資家の行動に明確な方向性が見いだせない部分も多い)。

45

ご清聴ありがとうございました

46