

# ロンドン市場における証券投資と 日英間の資金フローについて

国際局 畑瀬真理子\*

## 1. はじめに

ロンドン市場は、60年代以降のユーロ市場の発展と共に、多様な市場参加者が様々な金融取引を行う国際的な市場へと発展してきた。その後、86年のビッグ・バンによる証券市場や税制・法制的改革に伴う利便性の向上等を背景に、同市場は欧州や米国の機関投資家の欧州投資の拠点としての役割を高め、さらに90年代入り後は国際分散投資の拠点としての役割を高めてきた。このため、ロンドン市場を経由する欧州、日本をはじめとするアジア、米国等の各市場への証券投資に関連する資金フローのボリュームが拡大してきている。また、これを反映して、日英間の証券投資のフローのボリュームは、日米間と並ぶ大きさとなっている。

—— 因みに、96年中の日英間の証券投資に

かかるグロスの資金フローを、地域別国際収支統計でみると、日米間が929億ドル（うち日→米は509億ドル、米→日は420億ドル）であるのに対し、日英間は921億ドル（うち日→英は85億ドル、英→日は836億ドル）（注1）となっている（後掲図表1、2）（注2）。

本稿では、こうした日英間の資金フローの内容を分析する手掛かりとして、投資家の行動に焦点をあて、①ロンドン市場の特性、②日本からロンドン市場への証券投資、③ロンドン市場を通じた各国投資家の日本への証券投資について、投資家の種類と投資目的の観点から考察することとする。

なお、ポイントをあらかじめ整理すれば、以下の通り（注3）。

（注1）英国から日本への証券投資額が、日本から英国への投資額を大幅に上回っているのは、前者には、英国以外の投資家による英国経由の日本への証券投資も計上されているため（地域別国際収支統計における国別ブレイクダウンの基準については後掲ボックス2参照）。

（注2）現行のわが国の国際収支統計においては、96年1月より証券貸借取引（いわゆるレポ取引＜現金担保付債券貸借＞を含む）が証券投資の計数に含まれているが、本稿で「証券投資」の用語を用いる場合、特に明記しない場合には、証券貸借を除いたベースを指す。ここでは証券貸借を含むベース。

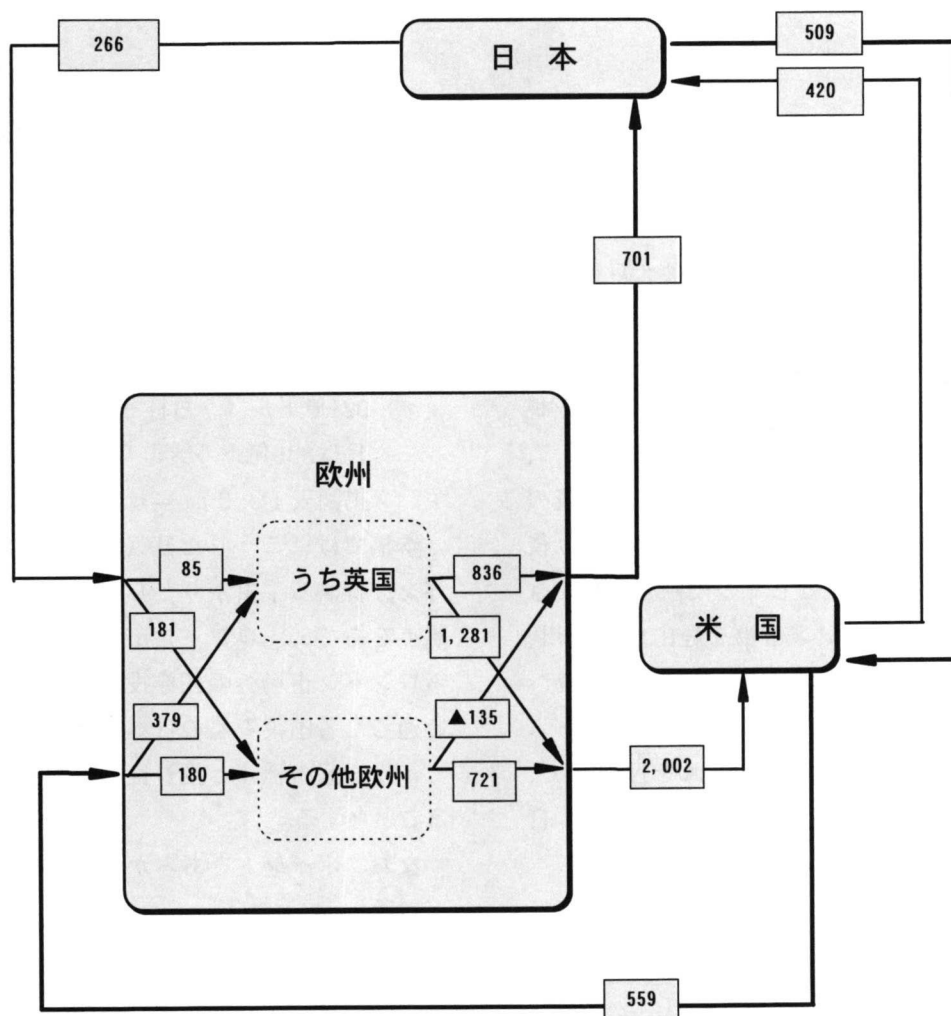
（注3）日英間の証券投資にかかる資金フローには、①日本の投資家の英国市場（経由）への投資、②英国（経由）の投資家の日本市場への投資、③日本の発行体の英国市場での調達、④英国の発行体の日本市場での調達（サムライ債等）の4つのカテゴリーが考えられる。もっとも、実際には④に属するケースは殆どないとみられるため、本稿では①～③について考察することとする。

本論文中で示された内容や意見は筆者個人に属するもので、日本銀行の公式見解を示すものではない。

\* 日本銀行国際局国際調査課＜現金融市場局金融市場課＞（E-mail: mariko.hatase@boj.or.jp）

(図表 1) 日・米・欧間の証券投資資金フロー

(96年、単位：億ドル)



- (注) 1. 日米・日欧間の証券投資は、96年中の東京市場における円／ドルレートによりドルベースに換算。  
 2. 米欧間の証券投資は短期債（期間1年以下）を除くベース。  
 3. 米国から欧州への証券投資は、米国居住者が海外居住者と証券を取引した場合、当該国居住者発行の証券を取引したと仮定して試算（例えば米国居住者が英国居住者から株を購入した場合、英国株を購入したとみなす）。  
 4. 日米・日欧間の証券投資は証券貸借を含むベース。

(資料) 日米・日欧間の証券投資：日本銀行「国際収支統計月報」「日本銀行月報」、  
 米欧間の証券投資：U.S. Department of the Treasury, "Treasury Bulletin."

(図表2) 日本を巡る地域別証券投資

(単位：百万米ドル)

ネット (マイナスは資本流出)	95年上期	95年下期	96年上期	96年下期	97年上期
米国	-6,662	15,962	48	-8,946	-21,653
西欧	19,541	8,994	37,533	6,331	25,532
うち英国	28,134	35,129	46,256	28,848	41,164
アジア	-1,493	-2,829	9,265	-7,427	533
ラ米	n. a.	n. a.	-44	-4,415	-10,856
その他エマージング*	n. a.	n. a.	-844	120	607
うち東欧	n. a.	n. a.	-506	152	780
うち南ア	-283	-446	-337	-32	-173

対外証券投資 (マイナスは買越し)	95年上期	95年下期	96年上期	96年下期	97年上期
米国	-13,450	-2,004	-21,389	-29,509	-40,339
西欧	-17,882	-41,235	-8,451	-19,017	-25,822
うち英国	-10,225	-20,969	-3,255	-5,245	-11,673
アジア	-118	-2,095	-3,459	-3,621	-213
ラ米	n. a.	n. a.	-7,279	-6,583	-7,755
その他エマージング*	n. a.	n. a.	-134	633	302
うち東欧	n. a.	n. a.	203	666	475
うち南ア	-283	-447	-337	-32	-173

対内証券投資 (マイナスは売越し)	95年上期	95年下期	96年上期	96年下期	97年上期
米国	6,789	17,965	21,437	20,564	18,685
西欧	37,423	50,229	45,983	25,348	51,354
うち英国	38,358	56,098	49,511	34,093	52,838
アジア	-1,375	-734	12,724	-3,807	747
ラ米	n. a.	n. a.	7,235	2,169	-3,102
その他エマージング*	n. a.	n. a.	-710	-513	305
うち東欧	n. a.	n. a.	-710	-513	305
うち南ア	0	1	0	0	0

- (注) 1. 東京市場における円／ドルレート（期中平均値）でドルベースに換算。  
2. 対外投資は95年まで証券を取引した市場別に集計、96年以降は発行体の国籍別に集計。  
3. 96年以降は証券貸借を含むベース。

(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」「日本銀行月報」

①本邦投資家は、英国経由で欧州諸国への証券投資を活発に行っている。特に最近では、投資対象国の多様化がみられるが、その程度にはそれぞれの投資家の投資期間が大きく影響しているとみられる（投資期間が長い年金は、株式や欧州の小国の証券にも投資対象を拡大。一方、投資期間が年金に比べてやや短いとみられる生保では、独仏英の国債投資が中心）。また、最近は個人投資家の投資も目立つ。

②海外投資家の日本への証券投資のうち、株式投資については、比較的長期の投資期間を設定している機関投資家（年金等）が重要な役割を果たしているとみられる。一方、債券については投資期間の短い先（銀行、証券、投資銀行、各国中央銀行等）、リスク選好度が高い先（ヘッジファンド等）が短期的な売買を行っていると思われる。

③日系企業（日本国籍の企業およびその海外現法）の発行するユーロ債の市場は、債券の格付けによって投資家層が大きく異なっているのが特徴である。即ち、トリプルAや一部のダブルAクラスの格付けの債券（ドル建てが中心）には、海外の機関投資家も投資を行っているが、それ以外の格付けの債券（円建てが中心）については、購入者は本邦勢が中心であり、国内での規制回避等を狙った一種の迂回取引としての位置付けとなっていると考えられる。

## 2. 日英間の資金フローとロンドン市場の特性

ロンドン市場の特徴点を、日英間の証券投資における投資家や投資対象の観点から整理すると、以下の通り。

（日本からロンドン市場への証券投資）

本邦投資家は、ロンドン市場経由で、英国籍以外の発行体の証券への投資を活発に行っている。具体的には、同市場が欧州での拠点と位置付けられていることから、欧州諸国の証券への投資が多い。また、ロンドンがユーロ債の発行市場であることから、日系企業の発行するユーロ債への投資も目立っている。

—— なお、対外証券投資に関する統計を手掛かりに、本邦投資家のロンドン市場における証券投資のうち、英国籍以外の発行体の証券に対する投資のウエイトを推測すると、概ね2分の1から3分の1程度であると考えられる（注4）。

（ロンドン市場から日本への証券投資）

英国経由で日本に証券投資のかたちで流入してくる資金は、96年中で836億ドルの規模にのぼり、米国から日本への証券投資（420億ドル〈96年中〉）を凌駕している（前掲図表1、2）。これは、欧米諸国の年金、保険、投信等の機関投資家等が、ロンドン市場の情報の優位性、優れた仲介機関の存在、便利な時間帯等を勘案し、ここに投資資金を一旦集約したのち、ここを司

（注4）大蔵省公表の「対内及び対外証券投資等の状況」のうち、対外証券投資については、96年1月より統計の計上方法が取引地ベースから発行体国籍ベースに変更された。このため、英国向け投資の計数から従来計上されていた英国籍以外の発行体の証券への投資が除かれることとなったが、その結果、95/4Qから96/1Qにかけて購入、売却がそれぞれ3分の1から2分の1程度減少した（図表3）。従って、この減少幅が、本邦投資家のロンドン市場における証券取引に占める英国籍以外の証券への投資のウエイトに当るものと推測される。

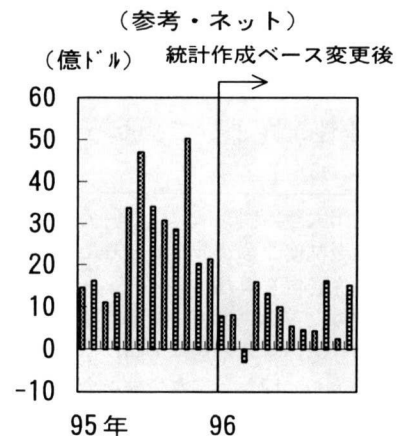
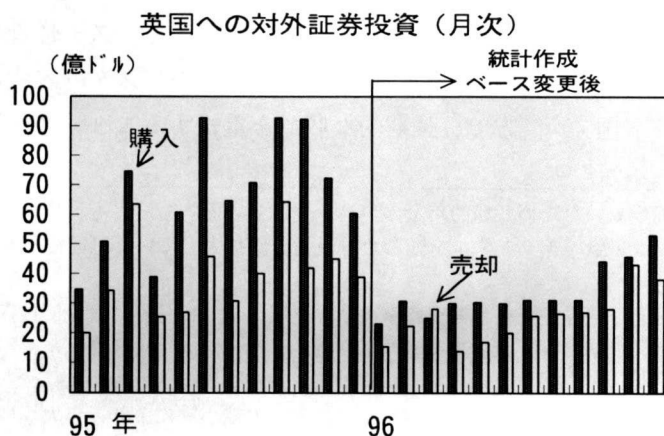
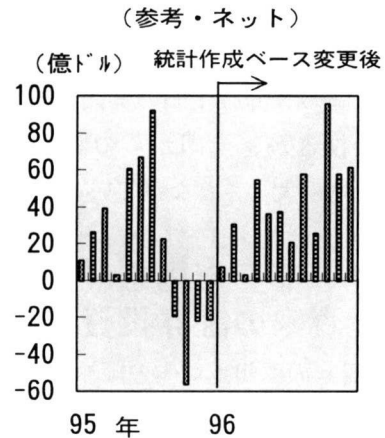
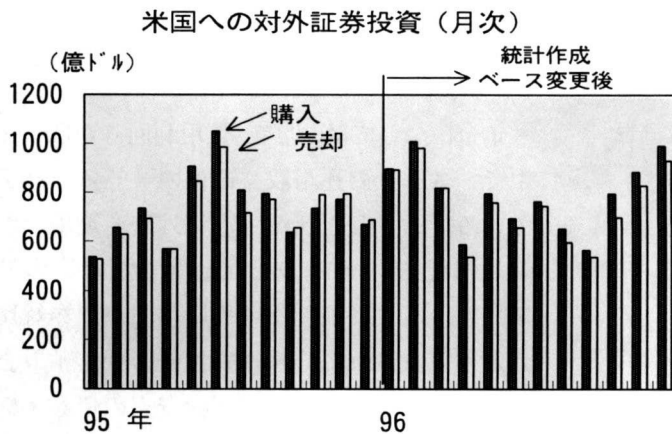


(図表 3) 本邦居住者の米国・英国向け証券投資

(単位：億ドル)

	ネット*		購入		売却	
	米国	英国	米国	英国	米国	英国
95年	199.0	321.4	8894.9	805.1	8695.8	476.6
96年	486.4	100.6	9473.8	405.7	8987.3	305.2
95/1Q	76.1	41.9	1932.2	159.9	1856.1	118.0
95/2Q	130.3	94.1	2533.9	192.2	2403.6	98.2
95/3Q	94.0	93.1	2249.2	227.8	2155.2	134.6
95/4Q	-101.4	92.3	2179.6	225.2	2280.9	125.8
96/1Q	40.5	12.8	2734.0	78.8	2693.5	66.0
96/2Q	127.8	39.3	2081.2	90.0	1953.3	50.8
96/3Q	103.8	14.6	1985.5	93.7	1881.7	79.1
96/4Q	214.3	33.9	2673.1	143.2	2458.8	109.3

\* プラスは買越し。なお、ネットの計数と、購入と売却の差額とは、四捨五入の関係上必ずしも一致しない。



- (注) 1. 95年12月までの計数は、証券を購入または売却した市場別に集計、96年1月以降は発行体の国籍別に集計。  
2. 中長期債券および株式への投資の合計値。  
3. 東京市場における円／ドルレートによりドルベースに換算。

(資料) 大蔵省「対内及び対外証券投資等の状況」、日本銀行「日本銀行月報」

令塔として世界各国向けに分散投資を行っている実態を反映したものとみられる。

—— 欧米の機関投資家等では、欧州、アジア等への証券投資をロンドン市場で一括して行う先が多数みられる。また、中東、アジアの富裕層についても、スイス系金融機関を経由して、ロンドンに一旦資金をプールし、そこから世界中へ分散投資をするケースがみられる。なお、欧州大陸諸国の投資家については、私的年金制度が発達していないこともあり（注5）、そのウエイトはさほど大きくない模様。

—— 因みに、有価証券関連の金融資産残高が米国の5分の1弱の英国から日本への証券投資が、米国からの証券投資のほぼ2倍の大きさとなっている（図表4）。

### 3. ロンドン市場を経由する本邦投資家の証券投資

（本邦投資家の欧州地域への証券投資）

本邦から欧州への証券投資は、基本的には独仏英の3カ国向けのウエイトが高い（欧州向け証券投資の46%＜96年中＞（注6））が、本邦勢の対外投資が活発化した96年後半以降、EMU参加の可能性が高まってきたハイ・イールド国

（イタリア、スペイン等）への投資も顕著に増加してきている（イタリアおよびスペイン向けは欧州向け証券投資の14%＜96年中＞（注7））。こうした投資対象国の多様化は、①本邦投資家の欧州ハイ・イールド国資産に対する認識の変化（リスク性資産→安全性の高い資産）（注8）や、②海外投資を活発化させている年金や個人投資家の投資行動（後述）を反映したものとみられる。

本邦投資家の欧州証券投資に対するスタンスの特徴点を、投資対象とする証券の種類や投資を行う期間（以下投資期間）から、投資家別に整理すると以下の通り。

#### （1）年金

年金については、近年、運用利回りが低下する中で、各基金の運用収益確保のニーズが高まっている。こうした状況下、海外資産運用にかかる規制緩和（注9）もあって、年金では、海外資産比率、特に長期的な期待収益率が債券対比で高いと認識されている株式投資のウエイトを引上げる先がみられる（機関投資家の債券・株式投資の狙いについては後掲ボックス1参照）。

また、海外資産を始めとするリスク性資産の投資に当たっては、単年度のロスを許容する一方で、長期的な収益を重視するスタンスが浸透

（注5）欧州大陸諸国では、従来、公的年金が充実していたため、私的年金の発達が遅れている。もっとも、現在、各国で年金制度改革が進んでいることから、今後は年金のチャンネルを通じた分散投資が拡大していく可能性がある。

（注6）証券貸借を含むベース。

（注7）因みに、96年中のイタリアおよびスペイン向け証券投資を半期別にみると、下期（7～12月）にかけて投資額が急増している（イタリア向け：2億ドル＜96/上期＞→9億ドル＜96/下期＞、スペイン向け：3億ドル＜同＞→23億ドル＜同＞、証券貸借を含むベース）。

（注8）イタリア、スペイン等のファンダメンタルズは、EMU参加を目指した財政赤字の縮小等により近年大幅に改善してきている。市場でも、96年夏場以降、両国が当初から通貨統合へ参加するとの見方が強まってきたことから、対独長期金利のスプレッドが縮小してきている。

（注9）96年4月より、一部の厚生年金基金について海外資産を含むリスク性資産比率の上限を定めた「5：3：3：2規制」の適用除外が認可された。97年4月には適格年金について同規制が撤廃されたほか、97年12月には厚生年金基金にかかる同規制も撤廃された。

(図表 4) 米国および英国の有価証券関連金融資産残高と  
日本への証券投資

(単位: 億ドル)

	米国(a)	英国(b)	(b)/(a)
有価証券関連金融資産残高 (96年末)	161,421	27,340	17%
日本への証券投資 (96年中)	420	836	199%

- (注) 1. 金融資産残高は、公共、非金融法人、個人各部門の有価証券及び  
保険・年金保有残高の合計値。  
2. 英国の金融資産残高は96年末のドル/ポンドレートでドル換算。  
3. 日本への証券投資は96年中の東京市場における円/ドルレートで  
ドル換算。  
4. 証券貸借を含むベース。

(資料) 日本銀行「国際比較統計」「国際収支統計月報」「日本銀行月報」、  
Office for National Statistics, "Financial Statistics."  
IMF, "International Financial Statistics."

してきており、パフォーマンスの評価基準につ  
いても市場連動型にする(注10)等の変化がみら  
れる。こうした中で、低コストで市場に連動し  
た収益が挙げられるインデックス運用(注11)の  
採用が増加しており、これが欧州での投資対象  
国の拡大につながっていると考えられる(注12)。

## (2) 生保(注13)

生保も、96年後半以降、海外証券投資を増加  
させてきたが、欧州における投資の対象は独仏  
英3カ国の国債が中心となっている。生保の欧  
州における証券投資が、債券中心となっている  
背景としては、①各年度毎の予定利率の達成が

(注10) 市場動向を表す代表的な指数(外債ではソロモン・スミス・バーニー世界国債指数、海外株式ではMSCI<モ  
ルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル>指数等)を基準(ベンチマーク)としてパフォーマンス  
を計測。

(注11) 代表的な債券や株式の指数を基準(ベンチマーク)として、その指数の採用銘柄と同様の構成比でポートフォリ  
オを構築することにより、ベンチマークとポートフォリオの値動きを連動させる運用スタイル。

一般的に、インデックス運用の手数料は、アクティブ運用(ファンドマネージャーの判断により、ベンチマーク  
とは異なる構成のポートフォリオを構築し、ベンチマークを上回る運用収益の確保を狙う運用スタイル)の2分の  
1から3分の1程度と言われている。

(注12) ベンチマークとして利用されている指数には、従来本邦投資家の主要投資先であった独仏英以外の欧州各国も含  
まれているため、ベンチマークと構成比を同一にする目的で投資対象国を拡大する先がみられている。

(注13) 生保の資産には、予定利率(運用利率の保証)を約した上で資産を運用する一般勘定資産と、資産を一般勘定資  
産とは分離し、別途運用した収益に応じて配当を契約者に還元する特別勘定資産がある(資産残高は一般勘定資産  
のウエイトが圧倒的に大きい)。両者の運用スタイルは、予定利率の有無や運用方針決定を誰が行うか(生保が運  
用方針を決定する一般勘定資産に対し、特別勘定資産の一部には運用の委託者<年金等>が運用方針を決定する  
ケースがある)等により異なると考えられるため、ここでは一般勘定資産の運用について論じることとする。

重視されていることもあり、投資期間が短めであるとみられること、②年金等に比べて流動性確保の観点から債券投資に対するニーズが高いこと、等が考えられる。

—— 生保では各年度毎の予定利率<sup>(注14)</sup>の達成が重視されていることもあり、投資期間が年金等に比べて短めとなっているとみられる<sup>(注15)</sup>。このため、経験則上、短期的な価格変動リスクが株式対比で小さいと認識されている債券投資のウエイトが大きくなっていると考えられる（後掲ボックス1参照）。

—— 一般に、年金では、年金加入員からの積立金によるフローの収入が給付額を上回る段階にある場合、流動性の高い資産を保有するインセンティブが働きにくいと考えられる（日本の年金基金ではこうした段階にある先が多い）。一方、生保は、商品構成がより多様であり、かつ各年度毎の配当が義務付けられているため、年金に比して流動性の高い資産を保有するインセンティブが働きやすいと考えられる。なお、この点は制度要因等もあって各国により事情が異なっている（例えば、保険解約時の元本保証が必ずしも求められていない英国では、保険会社の運用資産残高に占める株式の比率が債券を大幅に上回っている＜後掲ボックス図表1

参照＞）。

また、生保の投資対象国が限定されている背景としては、運用規模が大きいため、市場規模が比較的小さく、大口の投資を十分消化できない欧州の小国には投資を行いにくい面もあると考えられる。

### （3）個人投資家

最近では、国内における低金利もあって、ギルト債（英国国債）購入が目立つ等、個人投資家の外債購入の動きが欧州にも及んでいる。

（日系企業の発行するユーロ債に対する投資の特徴点）

ロンドン市場における日系企業によるユーロ債の発行状況をみると、97年中の発行額は135億ドル、そのうち2割強に当たる30億ドルがユーロ円債となっている（図表5）<sup>(注16)</sup>。こうしたユーロ債の市場は、債券の格付けによって投資家層が大きく異なっている。即ち、トリプルAや一部のダブルAクラスのユーロ債は、信用リスクに敏感な本邦および海外の機関投資家（年金・生保等）も購入するため、投資家は本邦勢に限定されない。一方、トリプルAや一部のダブルA以外の格付けの債券の購入者は、本邦勢が中心であり、海外勢では信用リスクをある程度許容しつつ高収益を狙う一部の投資家によ

（注14）従来、生保が運用する厚生年金基金の資産にかかる予定利率は政令で一律に定められていたが、96年4月に当該規制は撤廃された。

（注15）通常、年金、生保等では、複数年にわたる長期の投資期間を設定して、アセット・アロケーションを決定、単年度毎の中期計画、四半期毎の短期計画等による修正を加えながら実際の投資を行っている。生保では、各年度毎の予定利率の達成に向けて単年度の中期計画が果す役割が大きくなっている。

（注16）海外の日系子会社が発行したユーロ債のうち、本邦居住者の購入分は、国際収支統計では、日本から当該子会社所在国向けの投資として計上される（子会社が英国にある場合には、英国向け投資となる。日系企業の海外での収債の国際収支統計への計上方法については、後掲ボックス2を参照）。

(図表5) ロンドン市場における日系企業のユーロ債発行状況

1. 日本国籍の会社による発行

(単位: 百万ドル)

	91年		92年		93年		94年		95年		96年		97年	
	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数
合計	19,856	104	23,089	128	24,625	128	5,760	32	4,748	18	6,986	22	8,127	20
円	14,965	84	16,756	107	15,648	101	1,530	16	788	4	524	3	956	5
米ドル	2,700	10	5,140	16	6,757	20	3,015	11	3,360	12	4,650	14	5,900	11
マルク	0	0	0	0	0	0	6	1	0	0	0	0	0	0
ボンド	706	3	229	1	1,465	4	840	3	600	2	930	3	858	2

2. 日系子会社(親会社が日本国籍の企業)による発行

(単位: 百万ドル)

	91年		92年		93年		94年		95年		96年		97年	
	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数
合計	3,730	29	4,467	27	6,779	82	7,825	167	8,852	242	8,619	259	5,349	177
円	982	10	0	0	4,410	56	4,719	129	5,107	181	3,759	203	2,013	126
米ドル	2,265	17	4,467	27	2,240	23	2,750	35	3,292	52	3,245	46	2,860	43
マルク	0	0	0	0	59	1	0	0	256	5	743	4	0	0
ボンド	161	1	0	0	0	0	0	0	0	0	232	1	73	1

3. 合計

(単位: 百万ドル)

	91年		92年		93年		94年		95年		96年		97年	
	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数
合計	23,586	133	27,556	155	31,404	210	13,585	199	13,600	260	15,605	281	13,476	197
円	15,947	94	16,756	107	20,058	157	6,249	145	5,895	185	4,283	206	2,969	131
米ドル	4,965	27	9,607	43	8,997	43	5,765	46	6,652	64	7,895	60	8,760	54
マルク	0	0	0	0	59	1	6	1	256	5	743	4	0	0
ボンド	867	4	229	1	1,465	4	840	3	600	2	1,162	4	931	3

(資料) IFR Securities Data

る購入がみられる程度となっている。

—— トリプルAおよび一部のダブルAクラスのユーロ債は、政府系を中心とする日本国籍の優良企業によるドル建て債の発行が多く、海外の投資家に購入されるケースが多い。また、円建て債(注17)につい

ては、海外投資家が円建てポートフォリオを構築する際に、課税の問題を避けるため、国債と代替的な資産として利用しているケースがみられる(注18)。

—— 一方、トリプルAおよび一部のダブルA以外の格付けのユーロ債は、海外投資家

(注17) 日系企業によるトリプルAクラスのユーロ円債の発行量は極めて限定的。例えば、ロンドン市場において97年中に発行されたトリプルA格付けを取得している日系企業のユーロ円債は、NTTによる発行1件のみ(データはIFRによる)。

(注18) 海外居住者が日本の国債を購入する場合において、当該国と日本との間に租税条約が締結されている場合には、利子に対して一旦源泉分離課税されるが、課税額の一部又は全部について還付請求できるケースが多い。もっとも、投資家にとっては、①条約の内容により全額は還付されないケースがあること、②還付手続に伴うコストや、課税から還付までのタイムラグに伴うコストが大きいこと、③投資家が本国において課税されない主体である場合(年金基金等)には税の減免が認められないこと等が問題となっている。一部の投資家においては、こうした問題为了避免のため、低い流動性を甘受しつつ、ユーロ円債に投資するケースがみられている。

のニーズが殆どないため、本邦投資家をターゲットにした円建て債の発行が中心となっている（注19）。

低格付け債の投資家が、発行体（又はその親会社）と同一国籍の先に限られる現象は、日本のみならず各国投資家についてもみられる現象である。即ち、同じユーロ債市場といっても、国際的に取引が行われる市場と国内市場に近い性格を持つ市場という二層構造になっているとみることができる。

—— 国際的に取引が行われる高格付け債中心の市場においては、発行体は、①投資家の多様化および②国内規制の回避や低い発行コスト等のメリットを享受できることが多い。一方、低格付け債市場では、投資家は他国籍の発行体についての情報の不足等から、購入を避けるため、発行体は①のメリットは享受できず、専ら国内規制の回避等（②の要因）に動機付けられていると考えられる。

## 4. ロンドン市場を経由する海外投資家の本邦への証券投資

（投資家行動の特徴と債券・株式投資）

ロンドン市場経由の日本への証券投資の内訳は、投資家により異なっているとみられる。こ

こでは、株式および債券投資における投資家の行動について考察するが、あらかじめ投資家を投資期間等の観点から分類すると以下の通り。

- ①投資期間が比較的長期にわたる投資家（注20）  
（年金、保険等）
- ②投資期間の短い投資家（銀行、投資銀行、証券会社、各国中央銀行等）
- ③リスク選好度が高く、高収益を狙う投資家（ヘッジファンド等）

—— なお、機関投資家のうち、投資信託については、それぞれのファンドの目的や投資対象となる証券が異なっており、一括して分類することは難しいと考えられる。

まず、日本への株式投資については、対内証券投資の63%（95－97年平均）と、海外投資家にとっては最大の投資対象となっている（図表6）。また、株式投資を行っているのは、主に投資期間が長い先進国の機関投資家（上記①）であるとみられる。このように株式投資が選好されるのは、投資期間が長期に亘る投資家にとっては、リスク・リターンの観点から期待される収益率が相対的に低い債券投資では、為替変動によるロスが発生した場合にカバーしきれない恐れがあると認識されていることが考えられる（後掲ボックス1参照）。

（注19）低格付けのユーロ円債の発行に当っては、発行体側でも、本邦投資家を念頭においた発行形態をとっている。例えば、本邦居住者が発行するユーロ円債にかかる本邦への還流制限（本邦投資家は発行から40日以内は購入できない）を回避するため、海外国籍の子会社が発行するケースが多い。

（注20）①のカテゴリーに属する投資家は、主として自国通貨建ての資産を原資として運用している。日本の投資家のうち、こうした資金調達・運用を行う先は「円投型」と呼ばれることもある。なお、前述の通り年金と保険では投資期間がやや異なるが、ここでは後述の投資期間が一段と短い投資家（②）との対比上、両者を同じカテゴリーに分類することとする。

②のカテゴリーに属する投資家は、海外投資を行う場合、外貨の短期資金を借り入れて原資にあてることが多い。なお、各国中央銀行については、流動性資産に対するニーズが高いため、ここでは投資期間の短い先として分類することとする。

③のカテゴリーの投資家の投資期間は、短期であるケースが多いと考えられる。



(図表6) 海外居住者の本邦への証券投資の債券・株式の内訳

(百万ドル、%)

	投資金額			証券投資に占めるシェア			
	95年	96年	97年	95年	96年	97年	95-97年平均
証券投資	52,381	73,630	100,603	100.0	100.0	100.0	100.0
債券投資	1,287	24,919	74,188	2.5	33.8	73.7	36.7
株式投資	51,091	48,710	26,416	97.5	66.2	26.3	63.3

(注) 1. 東京市場における円/ドルレート(年平均値)によりドルベースに換算。  
2. 97年は速報値。  
3. 96年以降は証券貸借を含むベース。  
(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」「日本銀行月報」

一方、債券投資においては、投資期間の短い銀行、投資銀行、証券会社、各国中央銀行等(上記②)、およびリスク選好度の高い先(上記③)が重要な役割を果たしていると思われる。こうした先では、国債等のイールド・カーブの形状を利用した裁定取引を活発に行っており(注21)、投資期間の長い機関投資家(上記①)より、市場において活発に取引を行う傾向(注22)がある。また、リスク選好度の高いヘッジファンド等(上記③)では、デリバティブやレポ取引を用いてレバレッジを利かせ(注23)、機動的に大きなポジションを張ることも多いと思われる(注24)。

また、債券投資の対象は、投資家の種類毎に異なっていると考えられる。即ち、投資期間の

長い機関投資家(上記①)が、国債およびトリプルA・一部ダブルAクラスのユーロ債、電力債等の高格付けの事業債に限定して投資を行っている一方、リスク選好度の高い先(上記③)では、低格付けの事業債、転換社債、利金債等にも投資している。

## 5. むすび

以上みてきた通り、ロンドン市場においては、種々の国籍の投資家や資金の調達者が、各国の金融資産を取引しており、これが英国を巡る資金フローに大きな影響を与えている。

こうした資金フローをもたらす投資家の行動を子細にみていくと、それぞれのタイプの投資

(注21) 例えば、イールド・カーブのステイプ化が予想される場合、短期ロング、長期ショートのパポジションを造成する取引や、イールド・カーブ上の割安・割高に着目して銘柄の入替えを行う取引等が挙げられる。

(注22) 投資期間の短い先が、投資期間が長い先に比べて短期的な売買を活発に行っているのは、日本向けの債券投資に限らない。例えば、96年以降、EMU参加可能性の高い欧州諸国の長期金利がドイツ等域内低金利国の金利に収斂していく過程において、コンバージェンス・トレード(単一通貨導入により域内高金利通貨国の金利が低下すると予想して行われる取引)と呼ばれるイタリア、スペイン等のハイ・イールド国の債券売買が活発に行われてきたが、こうした取引の参加者も専ら銀行、証券のトレーディング部門、ヘッジファンド等であった模様。

(注23) レポ取引を用いれば、手許資金がなくとも債券のロング(またはショート)ポジションの造成が可能(例えば、投資家が現物債券を購入すると同時に、当該債券をレポにより売却して債券購入の資金を調達するケース)。

(注24) 一方、機関投資家については、デリバティブについては専らヘッジ目的での利用に限定されているほか、レポ取引を利用したレバレッジも極く一部を除いてみられていない模様。

家の投資期間、種々のリスクに対する許容度、規制や税制等の制度要因が、投資のボリューム、対象、取引の頻度等に大きく影響を与えていることが窺われる。

従って、今後、資金フローの分析に当たっては、

量的側面のみならず、こうした投資家のビヘイビアやそれに影響を与える制度要因に、従来以上に注目していくことが必要であると考えられる。

## [ボックス1]

### 機関投資家の債券・株式投資について

機関投資家の投資対象のうち、債券と株式のどちらのウエイトが高いかは、各国によって事情が異なるが、米英では国内外を問わず、株式への選好が強い（ボックス図表1）。また、資産全体に占める債券のウエイトが高い欧州大陸諸国でも、一般に海外投資については、株式のウエイトが高目になる傾向がある。

—— 米国の機関投資家の資産内訳をみると、年金では株式のウエイトが60%弱を占めており、機関投資家全体でも、近年の株価上昇の影響もあって、96年末には株式が債券の比率を上回っている（株式40%、債券37%）。英国では、株式の比率が一段と高くなっている（株式69%、債券16%＜95年末＞、ボックス図表1）。一方、欧州大陸諸国では、資産全体に占める株式の比率は、債券よりはるかに小さいが（ドイツ：株式12%、債券43%、フランス：株式22%、債券65%＜95年末＞、後掲ボックス図表2）、海外投資では国内投資に比べ、株式のウエイトが高めになる傾向がある（因みにデータのあるオランダでみると、年金では国内証券投資のうち株式のウエイトが35%である一方、海外投資では72%となっている＜95年末＞、後掲ボックス図表3）。

こうした傾向には、債券、株式投資それぞれのメリット・デメリットが反映しているものと考えられる。以下では、機関投資家からみた債券、株式投資の特徴点を整理する。

#### ①債券投資

債券投資は、経験則上、株式投資と比べて期待収益率は低いが、価格変動リスクが低いと認識されている。このため、期間収益の安定化や流動性確保を目的に投資が行われる。投資家は、キャピタルゲインよりはインカムゲインを狙っているケースが多いとされている。

投資家は、海外への債券投資を行うに当って、為替リスクおよび海外の金利変動リスクを負うこととなる。機関投資家には、債券投資の期待収益率は、長期的にみると株式投資に比べて低いため、為替変動によるロスが発生した場合にカバーしきれない可能性があると認識されている。

—— 為替リスクをヘッジした場合には、そのコストが海外投資によって得られる追加的な収益を減殺する可能性がある。

—— また、ヘッジ後の海外債券のパフォーマンスは国内債券との相関が強まることもあり、その場合には分散投資によるポートフォリオ全体のリスク低減効果が薄れることになる。

#### ②株式投資

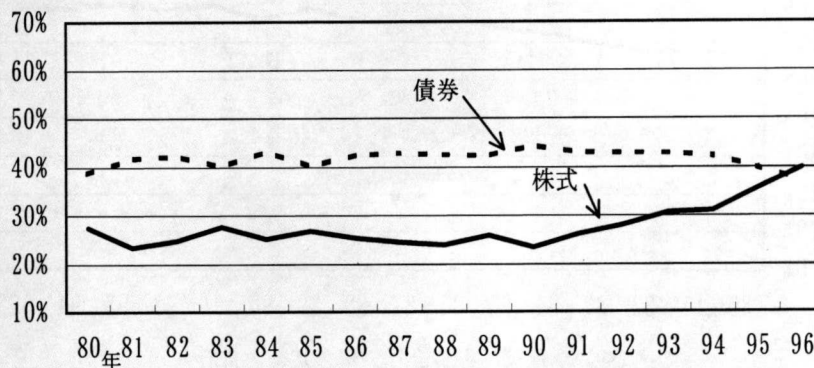
株式投資は、経験則上、債券投資と比べて価格変動リスクは大きい、期待収益率も相対的に大きいと認識されている。キャピタルゲインを狙って投資されることが多いとされている。

また、株式投資では、期待収益率が相対的に大きいことから、長期的にみて為替変動によるロスが発生した場合でも、これを上回る収益を得られる確率が債券投資の場合よりも高いと認識されている。このため、海外投資に当たっても為替リスクをヘッジせずに保有されるケースも多いとみられる。

(ボックス図表1) 米英の機関投資家の保有資産に占める債券と株式の比率

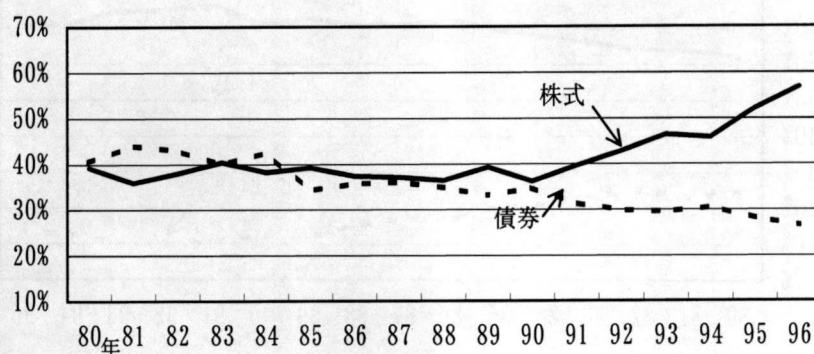
1. 米国

全投資家合計

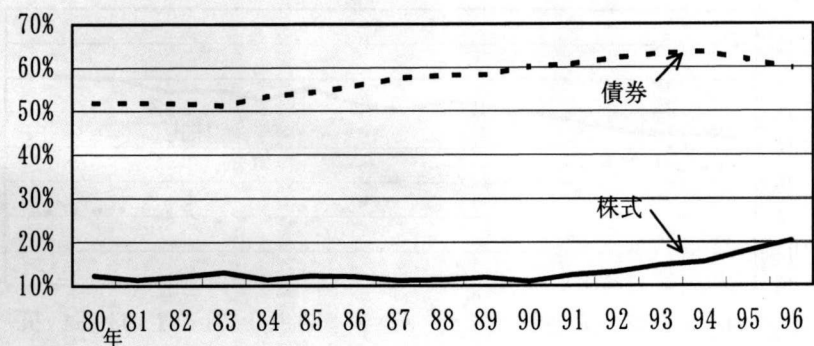


(注) 保険、投資会社、年金基金、その他 (ヴァイツ・カンパニー等) の合計

年金基金



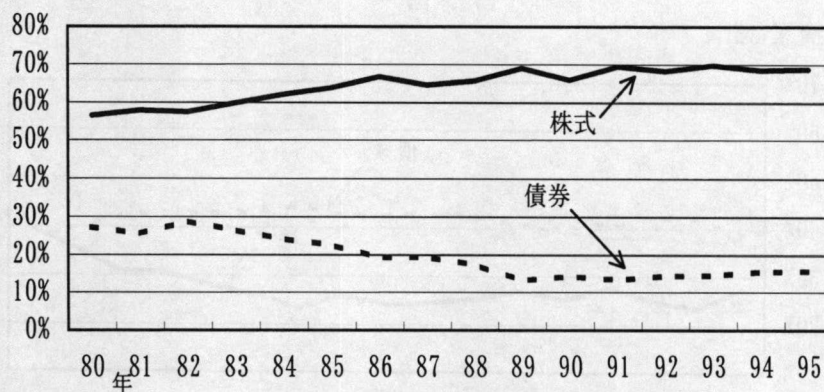
保険



(資料) OECD, "Institutional Investors Statistical Yearbook 1997."

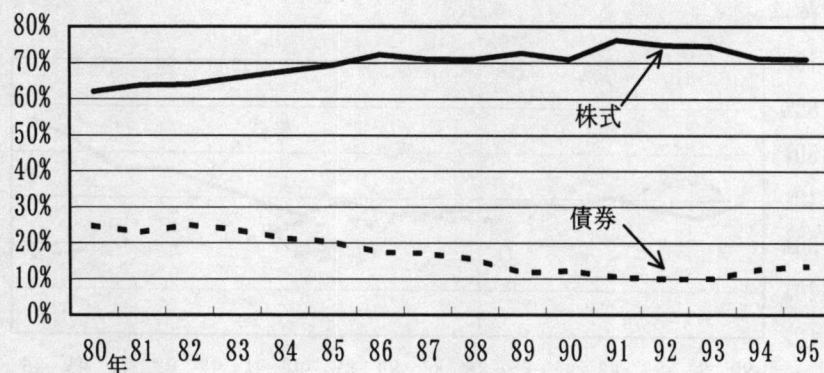
## 2. 英国

### 全投資家合計

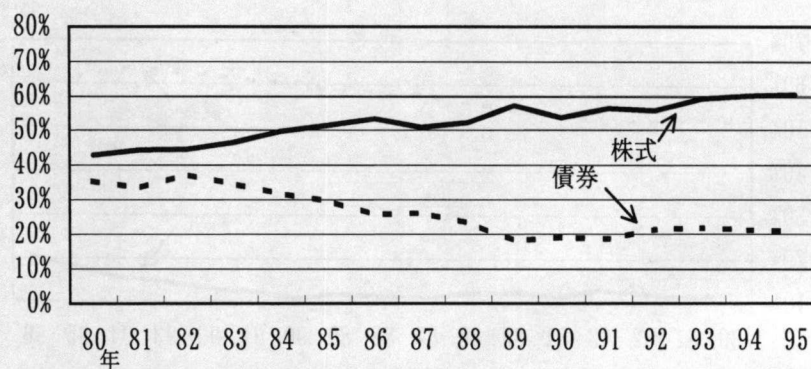


(注) 保険、投資会社、年金基金の合計

### 年金基金



### 保険



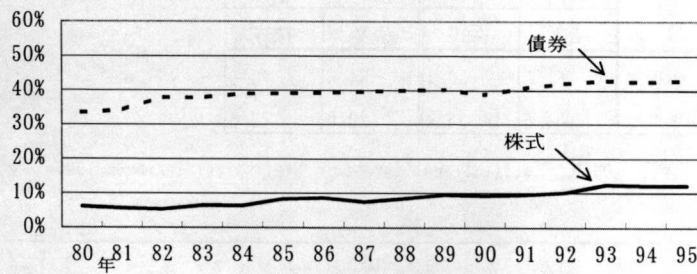
(資料) OECD, "Institutional Investors Statistical Yearbook 1997."



(ボックス図表2) 欧州大陸諸国の機関投資家の保有資産に占める債券と株式の比率

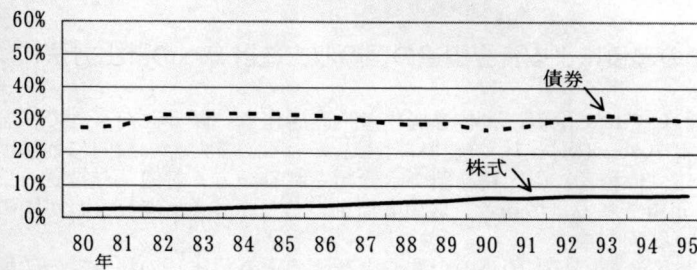
1. ドイツ

全投資家合計



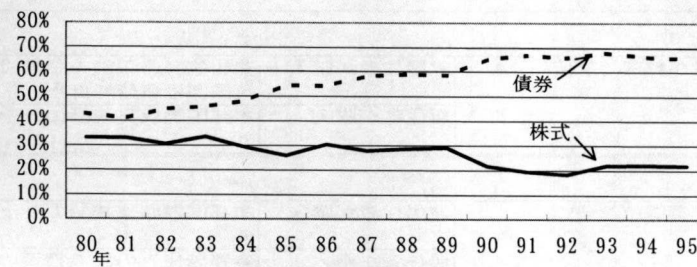
(注) 保険、投資会社、年金基金の合計

保険



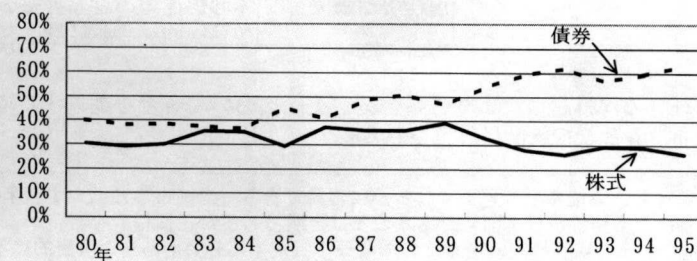
2. フランス

全投資家合計



(注) 保険、投資会社の合計

保険



(資料) OECD, "Institutional Investors Statistical Yearbook 1997."

(ボックス図表3) オランダの機関投資家の株式・債券投資比率

	(95年末、%)			
	国内		海外	
	債券	株式	債券	株式
生保	61.9	38.1	54.5	45.5
年金	64.6	35.4	28.0	72.0

(資料) OECD, "Institutional Investors Statistical Yearbook 1997."

## [ボックス2]

## 日系企業の海外での起債による資金調達の国際収支統計等への計上方法について

現行の国際収支統計においては、取引の主体を居住者・非居住者に区分したうえで、居住者・非居住者間の取引をクロス・ボーダー取引として統計に計上している。また、一般的に地域別の対外証券投資（資産）は証券発行体（債務者）の国籍に基づき分類される一方、対内証券投資（負債）は取引者が居住する国籍により分類される（債務者・取引者原則）ことが多く（注25）、わが国の国際収支統計も上記原則に依拠している。

上記の原則に基づき、日系企業（日本国籍の企業およびその海外現法）の海外での起債による資金調達の国際収支統計等への計上方法を、英国を例にとって場合分けすると以下の通り。

負債サイド			
①	本邦居住者が英国で起債	非居住者が購入	非居住者購入額を証券投資の英国向け負債に計上
②		居住者が購入	本邦国際収支統計の計上対象外
資産サイド			
③	英国現法が英国で起債	非居住者が購入	本邦国際収支統計の計上対象外
④		居住者が購入	本邦居住者の証券投資の英国向け資産に計上
⑤	英国以外の海外現法が英国で起債	非居住者が購入	本邦国際収支統計の計上対象外
⑥		居住者が購入	本邦居住者の証券投資の現法所在国向け資産に計上

従って、ユーロ円債発行等の海外起債により日系企業が英国において資金を調達する場合、①、④の取引のみが日英間の証券投資として統計に計上される。

(注25) 債務者の特定は、実務上、債権者の特定よりはるかに容易である（米国市場において、米国証券会社が日本国債を購入した場合、債務者が日本国籍であることは自明であるが、債権者を特定するには、証券の自己勘定か、顧客勘定か、また顧客勘定の場合その国籍等を特定する必要があり、実務的に不可能）。このため、わが国をはじめ各国の地域別国際収支統計においては、証券投資に関して「債務者・取引者原則」を基本としている国が多い。