

最近における我が国の対内・対外証券投資の動向について  
特に、対内株式投資の分析を中心に

平成 17 年 1 月 25 日  
若林良之助  
(日本証券経済研究所)

# 最近における我が国の対内・対外証券投資の動向について

## 特に、対内株式投資の分析を中心に

平成 17 年 1 月 25 日

若林 良之助

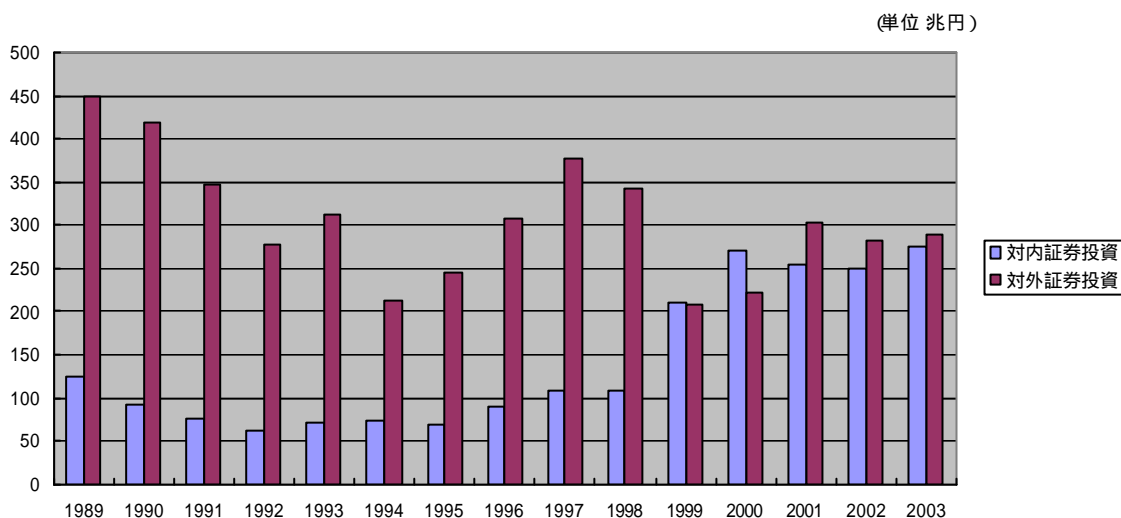
### はじめに

我が国からの対外証券投資（日本から外国への証券投資）は、取得と処分の合計である売買高で見ると、2001 年から 2004 年までの過去 3 年間の平均で約 290 兆円であり、これに対して我が国への対内証券投資（外国から日本への証券投資）は、同じく売買高の過去 3 年の平均では約 260 兆円となっている。このように我が国の対外証券投資と対内証券投資は、ほぼ同じ程度の規模の取引が行われており、証券市場を通ずる内外の資本移動が活発に行われていることが分かる。特に、2004 年は、対内株式投資の買越額（取得 - 処分）が年間で 15 兆円を超える過去最大の規模になったものと見込まれており、これが一昨年来の我が国の株式市場の市況回復に当たって大きな牽引役になったといわれている。このレポートでは、財務省の「対内・対外証券投資の状況」の月次統計データを用いて、これらの対内・対外証券投資の最近の動きを分析するとともに、特に、対内株式投資について、株価（TOPIX）との関係等について、いくつかの特徴点を考察することとしたい。

## 1 対内・対外証券投資の動向（概観）

我が国への対内証券投資の取得と処分を合計した売買高は、これまで我が国からの対外証券投資のそれを大きく下回っていたが、近年、急速に対内証券投資の売買高が増加しており、この数年はほぼ均衡する水準で推移している。（図表1参照）

（図表1）我が国の対内・対外証券投資の売買高の推移

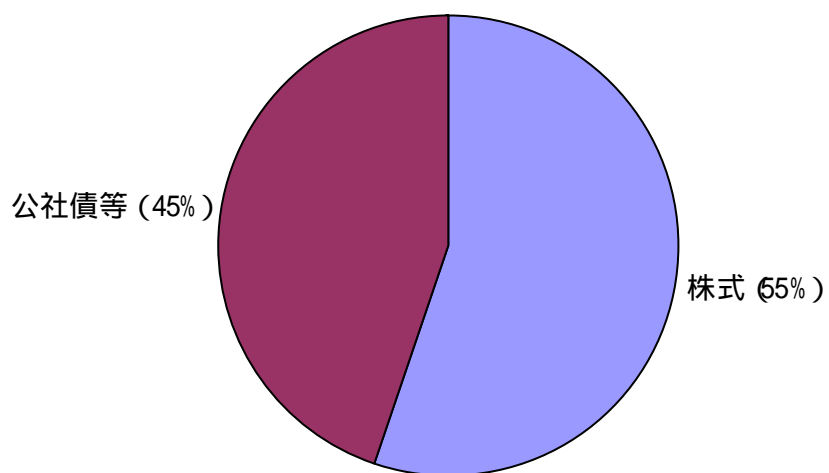


### （1）対内・対外証券投資の証券種類別内訳

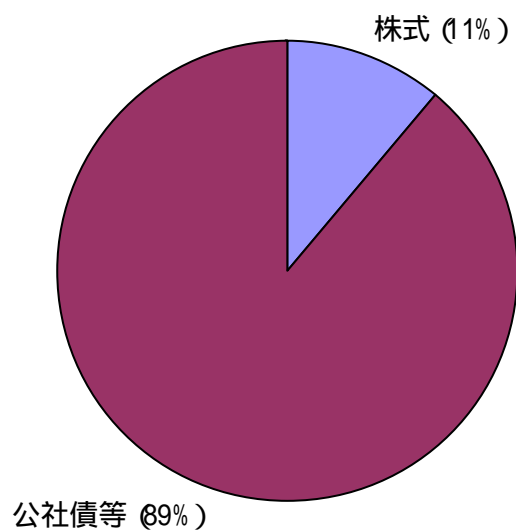
さらに、これらの証券投資の売買高（以下、この節では、特に断りのない限り、売買高（＝取得＋処分）を用いる）を株式と公社債等に区分したとき、対内証券投資については、過去3年間の平均で見ると、株式が55%、公社債等が45%であり、両者がほぼバランスを保っているのに対し、対外証券投資については、公社債等が89%と大半を占めており、株式は11%とわずかである。このように証券投資の内訳では、対外証券投資に占める株式の割合は、対内証券投資と比べた場合、際立って少ないのが特徴である。（図表2、3参照）（この節では、売買高は2001年から2003年までの3年間の平均をとっている。）

このような違いに関しては、我が国における外国株式の運用に対する各種の運用規制等の問題などがその要因として考えられるが、これらとは別の観点に立って、外国の投資家と我が国の投資家の資産選好の相違に基づくものであるという見方も成り立つのではないかと考えられる。すなわち、よく知られているように、個人金融資産に占める株式の比率は、米国が30%を超えているのに対して、我が国の場合は、6～7%程度にとどまって

( 図表 2 ) 対内証券投資の売買高の内訳 ( 株式と公社債等 )

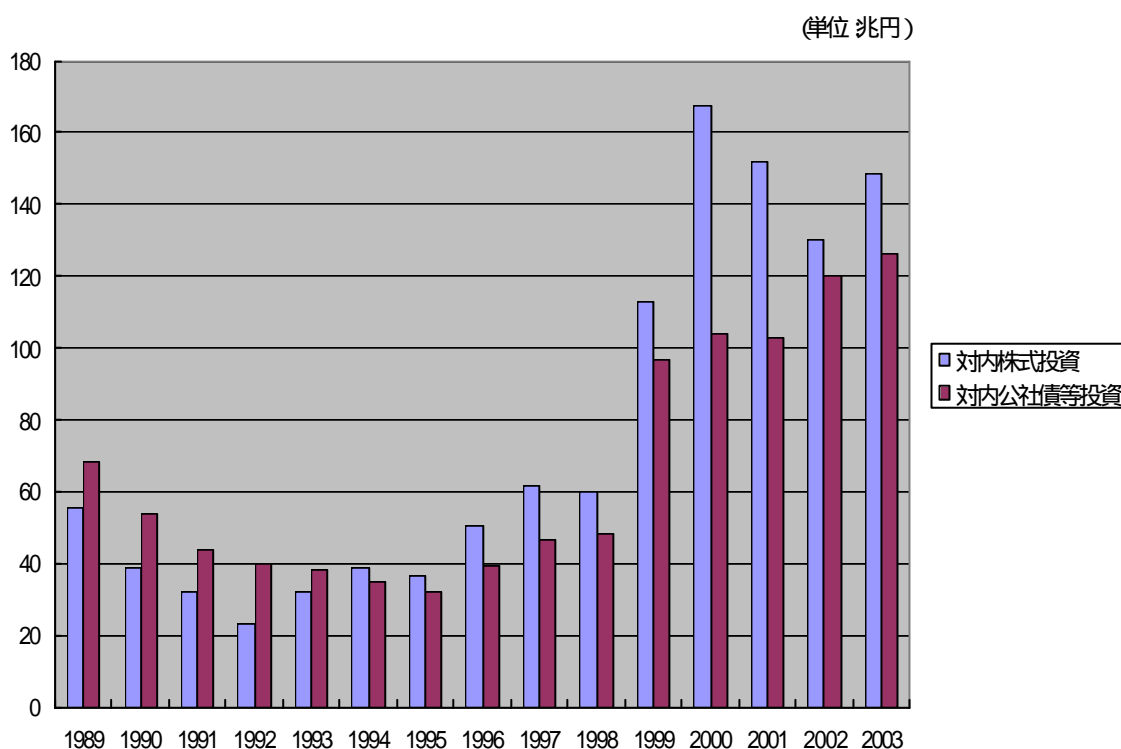


( 図表 3 ) 対外証券投資の売買高の内訳 ( 株式と公社債等 )

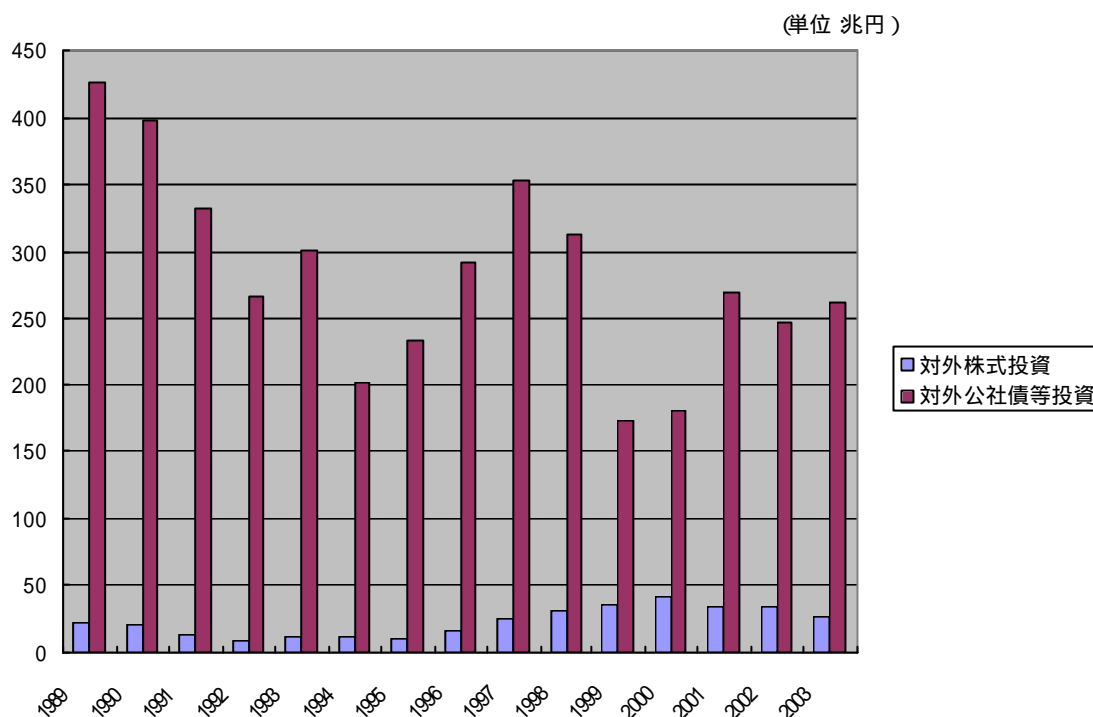


いる。このような株式に対する資産選好の違いが我が国の対内・対外証券投資に占める株式のシェアの違いに反映しているのではないかという見方である。そうであるとすれば、今後、我が国において、「貯蓄から投資へ」の流れに沿って、株式に対する国民の資産選好が変化していくことを想定すれば、それに対応して、対外証券投資に占める株式の割合も増大する方向に向かうのではないかと思われる。事実、近年中国株を中心にアジア諸国の株式に対する国民の投資意欲が急速に高まっており、また、国内の証券会社もこのような投資動向に積極的に対応する姿勢を示していることから、対外証券投資のうちの株式投資の今後の動きは、我が国の個人投資家の資産選好の変化を見通す上でも重要なファクターになるものと思われる。(対内及び対外証券投資の株式と公社債等の推移については図表4 - 1及び図表4 - 2を参照)

(図表4 - 1) 対内証券投資の株式と公社債等の売買高の推移



( 図表 4 - 2 ) 対外証券投資の株式と公社債等の売買高の推移



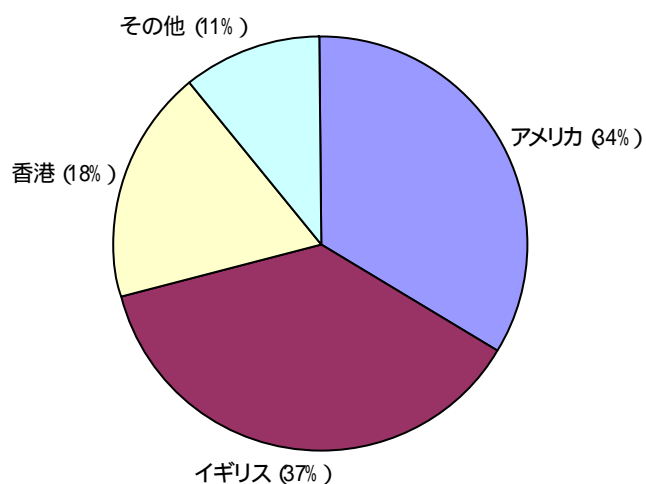
( 2 ) 対内・対外証券投資の地域別内訳

次に、対内・対外証券投資の売買高の地域別内訳について概観する。

まず、対内証券投資については、株式は、アメリカ、イギリス、香港からの投資が大宗を占めている。すなわち、売買高でみて、アメリカが34%、イギリスが37%、香港が18%のシェアを占めており、これらの3つの国・地域の合計は全体の約9割にのぼる。(2001年から2003年までの売買高の過去3年の平均。この節において以下同じ。)我が国への海外からの株式投資については、これらの3つの国・地域の投資家の投資行動が我が国の株式市場に大きな影響力を有していることがわかる。(図表5参照)(注)

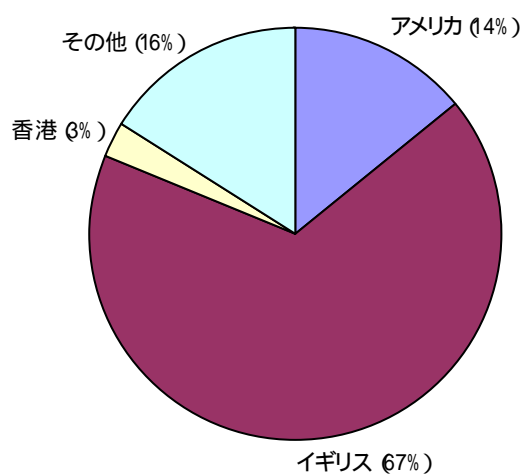
注 地域別内訳は、取引の相手方である非居住者の所在する国または地域別に計上されている。例えば、アメリカの投資家がイギリスの証券会社を経由して取引する場合、イギリスからの投資として計上される。

( 図表 5 ) 対内株式投資の売買高の地域別内訳



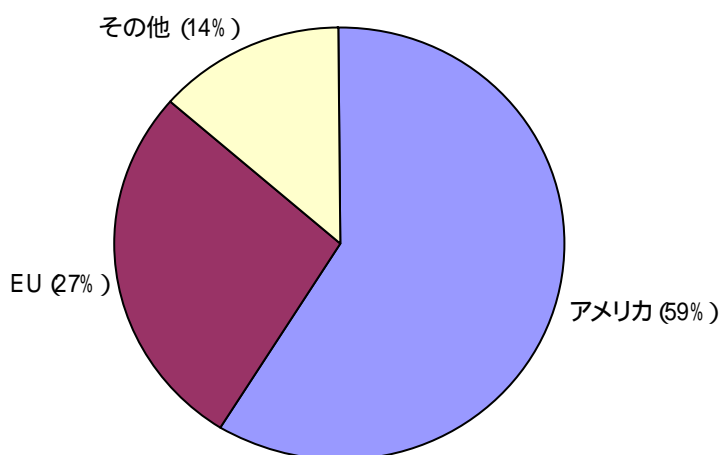
これに対し、対内公社債等投資については、もっぱら、アメリカとイギリスが中心となる。すなわち、アメリカ14%、イギリス67%であり、香港は、わずかに3%に過ぎない。特に、海外からの公社債等投資は、イギリスが圧倒的なシェアを占めており、これにアメリカが続くという状況にある。( 図表 6 参照 )

( 図表 6 ) 対内公社債等投資の売買高の地域別内訳



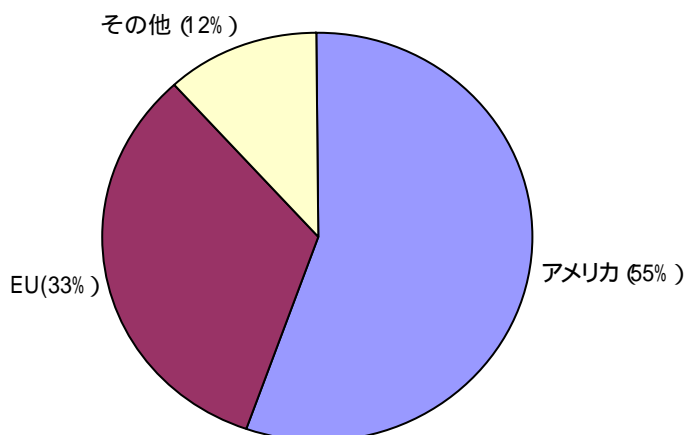
他方、対外証券投資については、株式は、アメリカと EU で大半が占められている。すなわち、アメリカが59%、EUが27%であり、これら2つの国・地域で全体の86%を占めており、その他は14%にとどまっている。(図表7参照)

(図表7) 対外株式投資の売買高の地域別内訳



また、対外公社債等投資についても、アメリカと EU が大半を占めており、アメリカが55%、EUが33%となり、その他は12%である。(図表8参照)

(図表8) 対外公社債等投資の売買高の地域別内訳





このように、対外証券投資の場合、我が国からの投資先は、株式、公社債等ともにアメリカと EU に大きく偏っているという特徴がある。このことは、我が国から海外への証券投資には、為替リスクが伴うので、世界的な基軸通貨であるドルやユーロがより強く選好されるのではないかということがその背景にあるものと思われる。

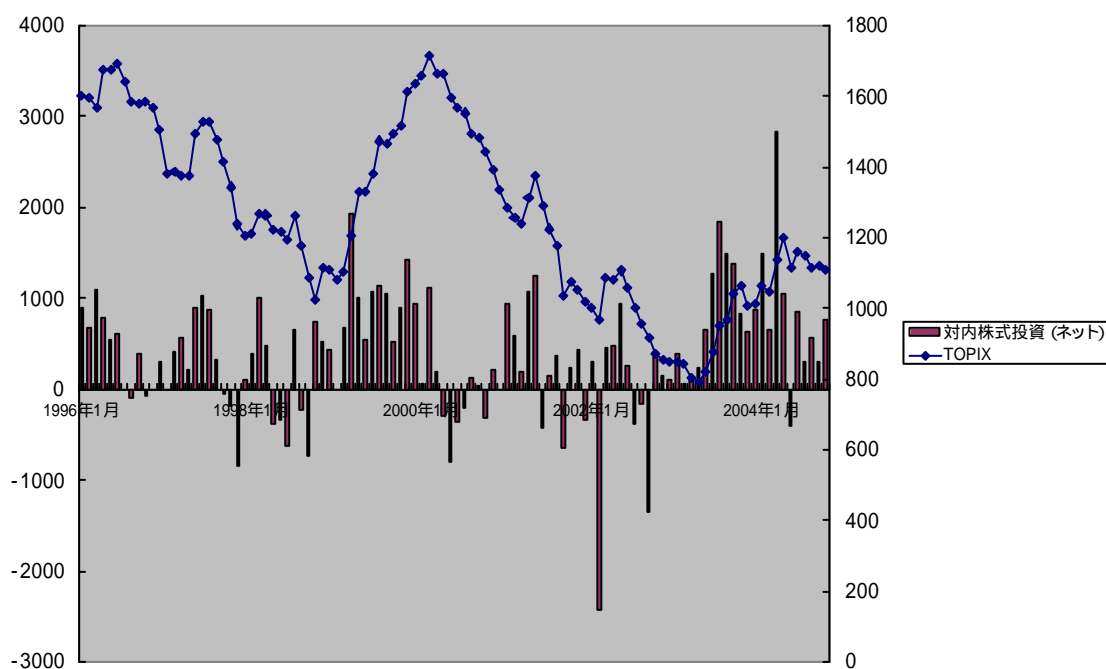
## 2 対内株式投資と株価との関係について

前節において、我が国の対内・対外証券投資の最近の動向を概観したが、そこでの特徴の一つとして、我が国への海外からの株式投資が、主としてアメリカ、イギリス、香港の3つの国・地域が中心になっているということである。特に、今回の我が国の株式市場の市況回復過程において、外人投資家の果たした役割が大きいとされるが、この節では、対内株式投資の統計を使って、株価（TOPIX）との関係を分析し、いくつかの特徴点を示すこととしたい。

### （1）対内株式投資と株価（TOPIX）の動き

図表9は、1996年1月から2004年10月までの月毎の対内株式投資のネット（取得処分）とTOPIXの動きをグラフに示したものである。

図表9 対内株式投資とTOPIXの推移

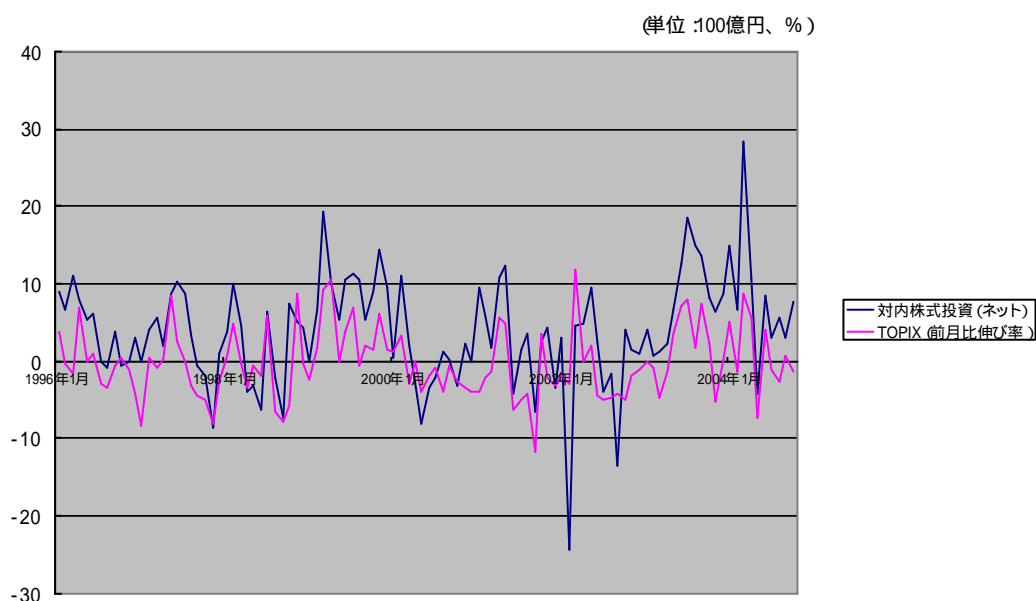


このグラフは、左目盛りが対内株式投資のネット（単位：10 億円）を示し、右目盛りが TOPIX を示しているが、直近のボトムであった 2003 年 4 月（TOPIX = 791.55）からの株式市況の回復過程において、対内株式投資の大幅な買越しが続いてきたことがわかる。

このような対内株式投資と株価（TOPIX）の動きをもう少し詳しく分析するために、TOPIX の前月比の伸び率と当該月の対内株式投資のネットを比較したものが、図表 10 である。

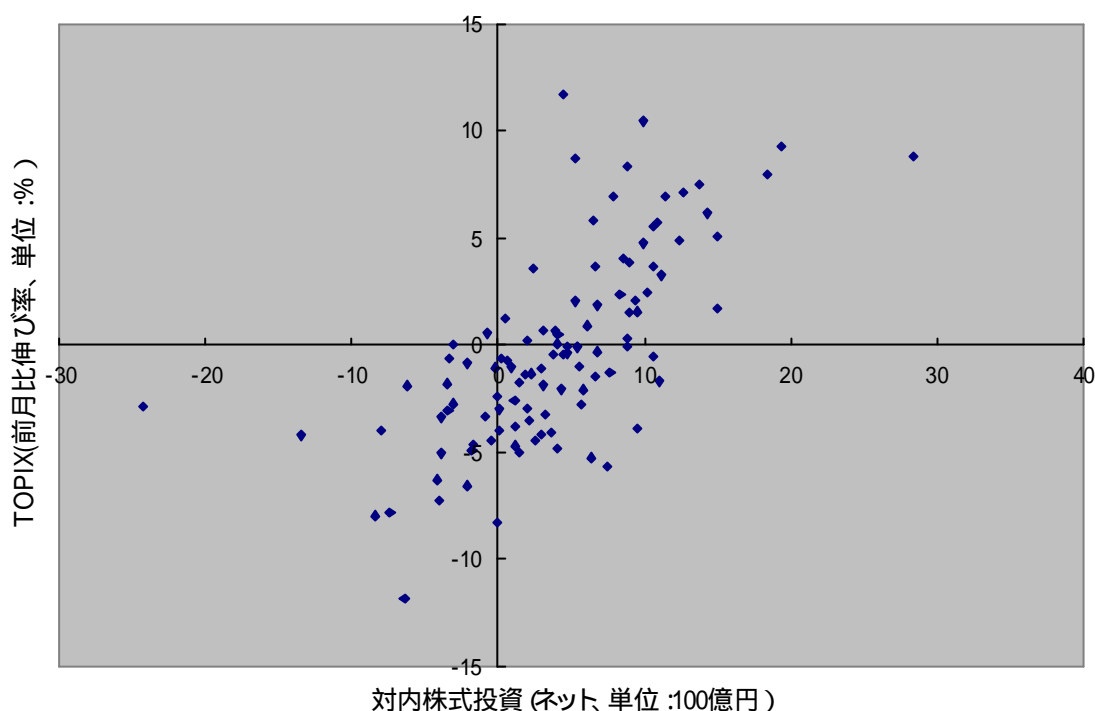
この図表 10 からは、対内株式投資（ネット）と TOPIX の対前月比伸び率は、ほぼ同様の動きをしていることが窺われる。

（図表 10）対内株式投資（ネット）と TOPIX（前月比伸び率）との比較



このことをさらに明確にするために、この 2 つの数値を X 軸（対内株式投資）と Y 軸（TOPIX）にわけて同一平面上にプロットさせた散布図を見ることにする。それが、図表 11 である。

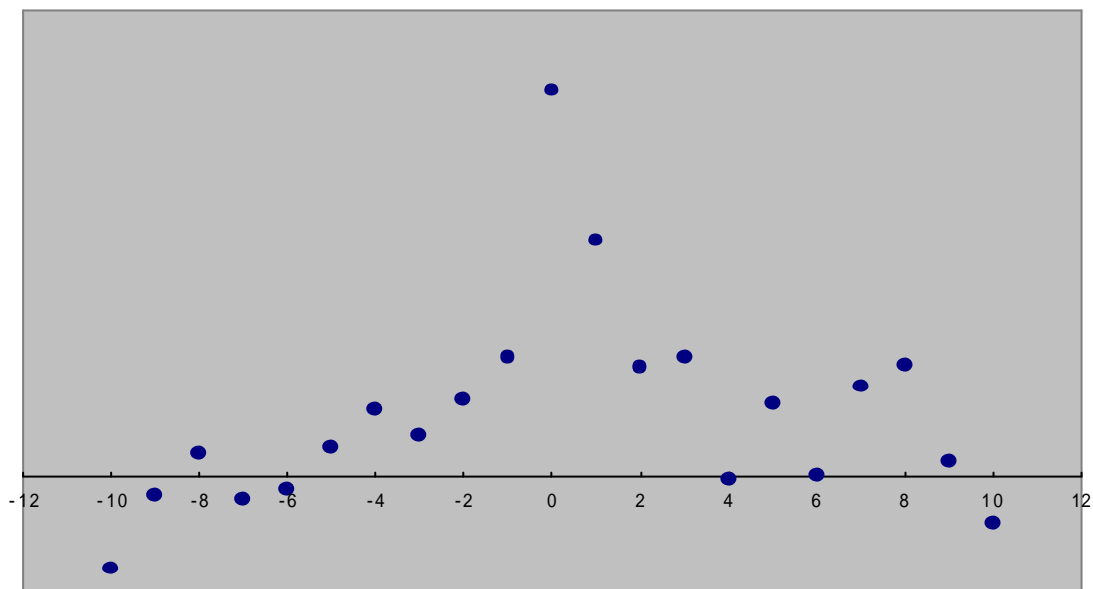
(図表 1 1) 対内株式投資(ネット)と TOPIX(前月比伸び率)の散布図



この散布図をみると、対内株式投資(ネット)と TOPIX(対前月比伸び率)は、左下から右上に向かって分布しており、正の相関を持っていることが読み取れる。すなわち、TOPIX の対前月比伸び率が高いときには、対内株式投資もネットで買越額が多く、逆に、TOPIX の伸び率が低いあるいはマイナスのときには、対内株式投資のネットも売越しになっているという関係にあるものと推定される。

それでは、TOPIX が上昇(または下落)するから対内株式投資(ネット)が増加(または減少)するのか、あるいはその逆の関係にあるのか。この点について、TOPIX のある時点の対前月比伸び率に対する対内株式投資(ネット)の関係を時間的にずらしながらラグ付の相関係数を計算することによって調べた。その結果が、図表 12 である。

( 図表 1 2 ) TOPIX に対する対内株式投資の時間的な関係

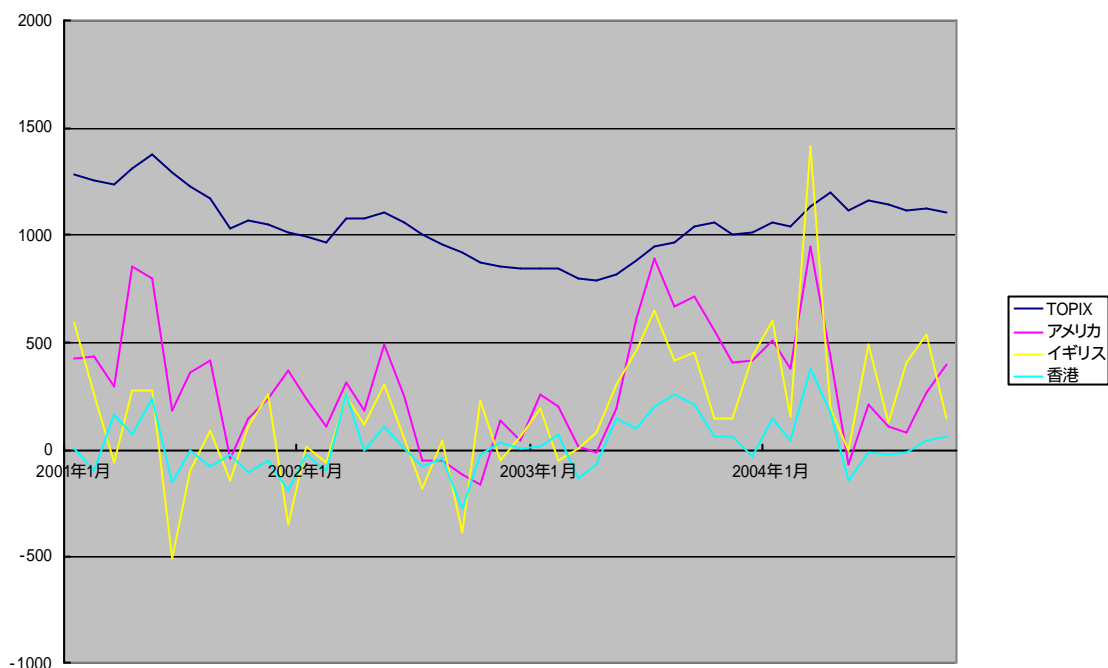


図表 1 2 は、TOPIX の対前月比伸び率と対内株式投資（ネット）の関係について、時間的なラグを付けて計算した相関係数をグラフ化したものであるが、TOPIX に対して、対内株式投資（ネット）の時間を前後 10 ヶ月ずらして、それぞれの相関係数を計算し、それをグラフ化している。これをみると、時間のズレがゼロの時点での相関係数が最も大きくなっており（相関係数は 0.66366）、その前後は、時間のズレが大きくなるほど急速に相関係数は小さくなっている。このことから、TOPIX の変動と対内株式投資の動きは、ほぼ同時に発生している可能性が最も大きいと推測される。したがって、これまでの分析に基づいて判断する限りにおいては、TOPIX と対内株式投資のいずれが先行（遅行）しているのかを判定することは困難であると思われる。

## ( 2 ) 対内株式投資の地域別内訳と株価（TOPIX）との関係

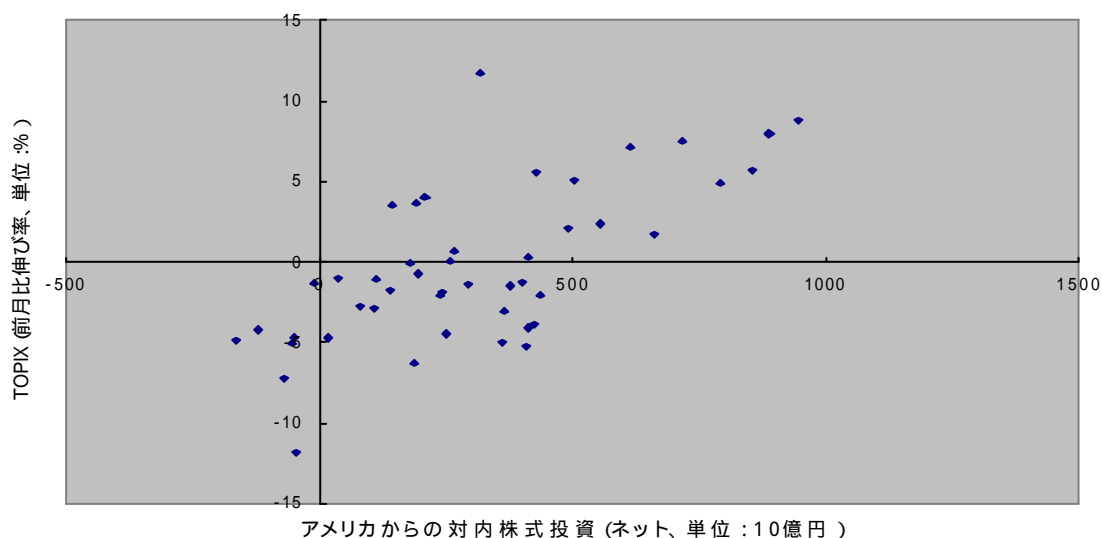
対内株式投資は、すでに述べたように主としてアメリカ、イギリス、香港からの投資が太宗を占めている。これらの 3 つの国・地域からの対内株式投資（ネット）の 2001 年 1 月から 2004 年 10 月までの推移を示したものが、図表 1 3 である。

( 図表 1 3 ) アメリカ、イギリス、香港からの対内株式投資の推移

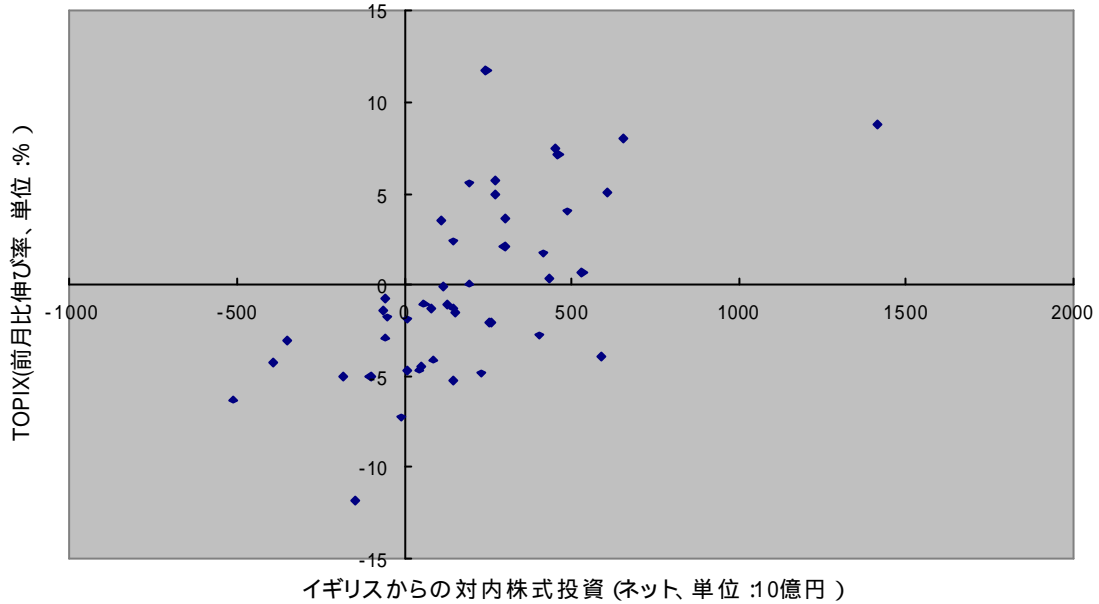


これらの 3 つの国・地域のそれぞれの上下への動き（すなわち、対内株式投資のネットが増加するか、減少するか）は、ほぼ同様の動きを示しているが、その関係をさらに分析するために、アメリカ、イギリス、香港からの対内株式投資（ネット）と TOPIX（前月比伸び率）の散布図を作成した。（図表 1 4、1 5、1 6 参照）

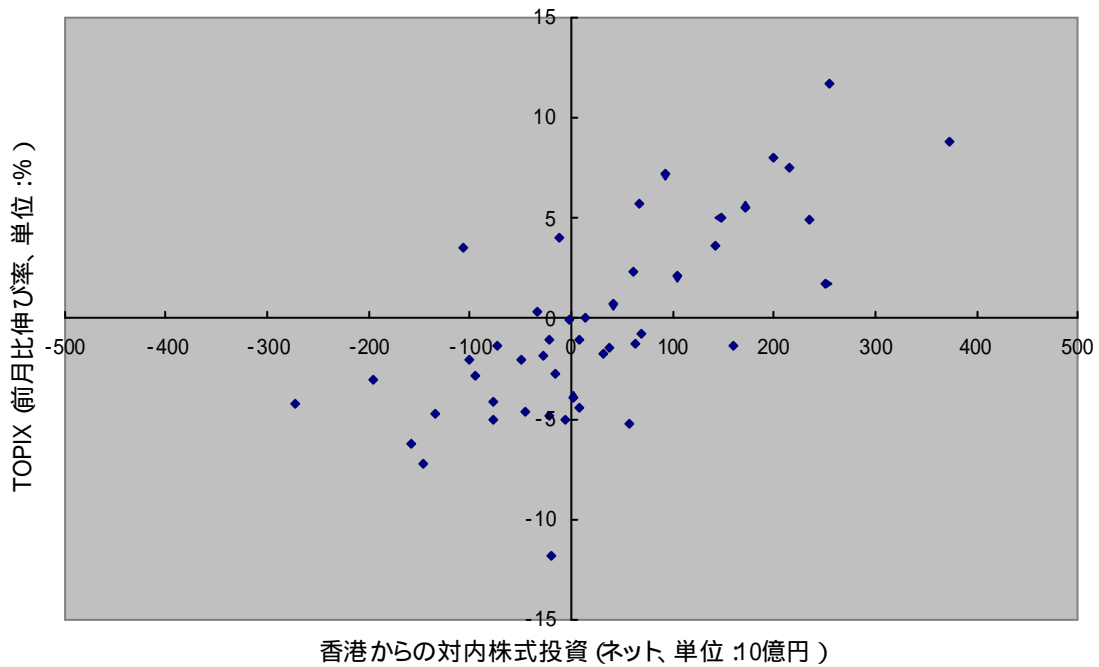
( 図表 1 4 ) アメリカからの対内株式投資（ネット）と TOPIX の散布図



(図表15) イギリスからの対内株式投資(ネット)とTOPIXの散布図



(図表16) 香港からの対内株式投資(ネット)とTOPIXの散布図



これらの散布図は、いずれも左下方向から右上方向に分布しており、この3つの国・地域からの国内への株式投資とTOPIXの動きは、概ね同じ方向に動くことを示唆している。

る。そこで、これらの3つの国・地域のうちで、いずれが最も TOPIX との相関関係が強いかについて、相関係数に基づいて比較したところ、図表 17 のような結果が得られた。

(図表 17) アメリカ、イギリス、香港の対内株式投資と TOPIX の関係

対内株式投資全体と TOPIX	相関係数 = 0.66382
アメリカと TOPIX	相関係数 = 0.67850
イギリスと TOPIX	相関係数 = 0.63961
香港と TOPIX	相関係数 = 0.72227

図表 17 は、対内株式投資の 3 つの国・地域の間では、香港が最も TOPIX との相関係数が高く、アメリカがそれに次いでおり、イギリスとの関係が最も低いという結果を示している。特に、香港は対内株式投資全体の動きよりも TOPIX との相関関係が強く、逆に、イギリスは対内株式投資全体の動きよりも TOPIX との相関関係が弱いという結果となっている。

### 3 まとめ

以上の分析を通じて、我が国の対内・対外証券投資の特徴をまとめれば次のようになると考えられる。

- ( 1 ) 対内証券投資と対外証券投資は、過去においては、対外証券投資の規模の方が大きかったが、近年は、特に、対内株式投資の増加により、対内証券投資の規模が増大したことにより、両者は、ほぼ均衡するようになっている。
- ( 2 ) 対内証券投資は、株式と公社債等がバランスを保っているのに対し、対外証券投資は、公社債等が圧倒的シェアを占め、株式はわずかにとどまっている。しかし、このことは、我が国の個人金融資産に占める株式のシェアの低さの反映とも考えられるので、今後、「貯蓄から投資へ」の流れのなかで、株式投資に対する資産選好の高まりとともに、このアンバランスも徐々に是正されていく可能性があるものと考えられる。
- ( 3 ) 対内株式投資の地域的内訳では、アメリカ、イギリス、香港の3つの国・地域からの投資が大宗を占めており、これらの国・地域からの投資は、我が国の株式市場にも大きな影響を及ぼしていると考えられる。
- ( 4 ) しかし、対内公社債等投資については、アメリカ及びイギリスが大部分であり、その他の国・地域のシェアはわずかである。
- ( 5 ) 他方、対外証券投資の地域別内訳では、株式、公社債等ともにアメリカとEUに投資先が偏っているが、これは対外証券投資に伴う為替リスクの関係が大きな要因であると考えられる。
- ( 6 ) 対内株式投資について、TOPIXとの関連性を分析したところ、対内株式投資のネットとTOPIXの前月比伸び率との関係では、両者に相当の相関関係があることが認められ、月次データの分析からは、両者の動きはほぼ同時に、同様の方向に変動していることが示された。
- ( 7 ) しかしながら、いずれが先行性(あるいは遅行性)を持つかについては、今回の月次データを用いた分析を見る限り、明確な結論が得られなかった。これらの関係をさらに検証するためには、週次データや日次データを用いたより詳細な統計的分析が必要であると思われるが、それは今後の課題とすることとしたい。