

欧州系外国人投資家の動向（2005～2006年）について

— オイルマネーの日本株売買をめぐる —

代 田 純

要 旨

2005年から2006年にかけて、日本の株式市場では外国人投資家の売買シェアが上昇した。この時期の外国人投資家の特質のひとつは、とりわけ欧州系外国人投資家のシェアが上昇したことである。財務省統計で、国別に対内株式投資を見ると、欧州からの投資はイギリスに集中している。欧州系外国人投資家とは、実質的にイギリスの投資家を意味している。そこで問題は、「イギリスの投資家」とは何か、である。伝統的にはイギリスの海外証券投資は投資信託や年金基金が中心となってきた。しかし2005年から2006年にかけてイギリスの機関投資家は日本株を売り越し基調であり、当該期のイギリスからの対内株式投資を説明することは無理である。そこでイギリスの投資家として、ヘッジファンドとオイルマネーが注目される。ヘッジファンドは情報がディスクローズされておらず、本稿では対象外とした。オイルマネーについても、中東のオイルマネーはほとんど動向がつかめない。限られた情報からであるが、サウジアラビア通貨庁（SAMA）とノルウェー中央銀行について以下で検討する。ノルウェー中央銀行はノルウェーの石油収入を公的年金に積み立て運用することを、財務省から委託されている。同行は情報のディスクローズも良好である。結論として、ノルウェー中央銀行は2006年における対内株式投資の一翼であったことを明らかにする。

目 次

- | | |
|------------------------|--------------------------|
| I. はじめに | V. サウジアラビア通貨庁（SAMA）の資金運用 |
| II. 外国人投資家による対内株式投資の経緯 | VI. ノルウェー銀行と公的年金 |
| III. イギリスの機関投資家の動向 | VII. まとめに代えて |
| IV. イギリスの対外債務増加とオイルマネー | |

I. はじめに

2005年から2006年にかけて、日本の株式市場において、外国人投資家の売買シェアが高まった。後述するように、2000年以降、外国人投資家の売買シェアは継続的に上昇傾向にある。しかし2005年には、委託売買代金における外国人投資家のシェアは45%前後まで上昇し、さらには2006年には55%前後までに達した。外国人投資家の地域別内訳を見ると、2005年から2006年にかけては、欧州の外国人投資家を中心となっている。

欧州の外国人投資家としては、イギリスの年金基金や投資信託、独仏など大陸の投資信託などが従来からも大きな役割を果たしてきた。しかし2005年からの欧州系投資家の売買額増加は、年金基金や投資信託など既存の投資家だけでは説明しきれない規模であった。そこで原油価格上昇に伴うオイルマネー流入、またヘッジファンドの増加が仮説として有力になった。

問題は、オイルマネーにせよ、ヘッジファンドにせよ、情報がないことである。ロンドンに拠点を置くヘッジファンドとしては、マン・グループなどが有名であり、日本の株式市場でも売買しているが、情報が公開されていない。その他のヘッジファンドも私募であり、一般に動向は明らかにされていない。またオイルマネーも実態がほとんど不明である。これはオイルマネーと言われる産油国からの証券投資の多くが、富裕な個人とプライベートバンカーとの個人的な契約によるためであろう。¹⁾ この部分については、皆目情報がない。他方、石油収入に基づく公的な証券投資についても、情報は極めて限定されている。例えば、クエート投資庁

(KIA)は有力な産油国の投資家であるが、運用先はもちろんであるが、運用額も公表していない。

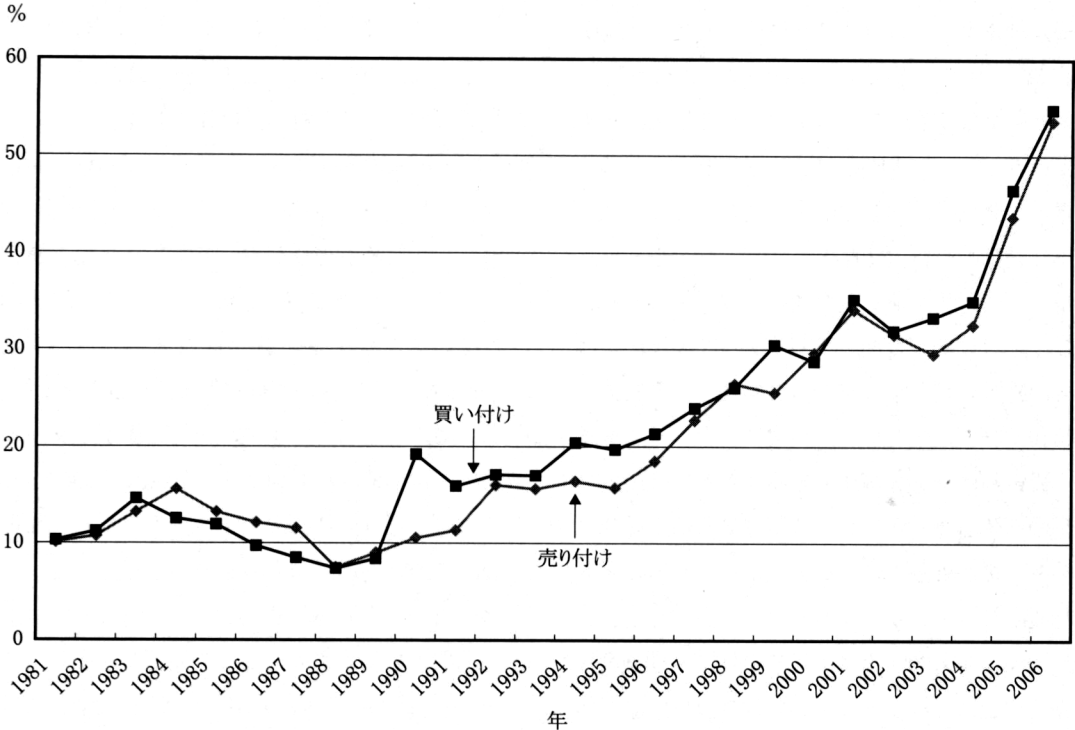
本稿では、限られた情報という制約において、オイルマネーの動向を2005年から2006年にかけて解明する。以下では、欧州系外国人投資家の動向を踏まえて、2005年以降の動向がイギリスの年金や投資信託だけに起因するものではないことを指摘する。そしてサウジアラビア通貨庁(SAMA)やノルウェー投資基金の投資動向から、欧州系外国人投資家の動向がサウジアラビアやノルウェーなどオイルマネーによって部分的には説明できることを明らかにする。

II. 外国人投資家による対内株式投資の経緯

外国人投資家による日本株投資は1960年代からの歴史がある。²⁾ 第1次ブームは1961年から1962年にかけてであり、ソニーや本田など日本の成長企業が注目され、ADR(米国預託証券)がアメリカで発行された時期である。第2次ブームは1967年から1970年にかけてであり、日本がIMF 8 条国に移行することで対日株式投資が増加し、また OECD 加盟によって先進国の仲間入りした時期である。第3次ブームは1971年から1972年にかけての時期であり、スミソニアン協定が成立し、円高が進んだことで、為替差益の観点からも日本株投資が増加した。このように、1970年代末までに3回にわたる外国人の対日株式投資の高まりがあった。日本の高度経済成長や為替規制の緩和等が背景にあったと言えよう。

図表1は1981年以降の委託売買代金における外国人投資家のシェアを「売り付け」と「買い

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。

付け」について示している。東証などのデータが継続して入手できる、最長期の期間である。基本的な特徴としては、1980年代以降若干の波動を伴いつつ、長期トレンドとしては、外国人投資家のシェアは上昇し続けてきた。

図表1において1981年から1982年にかけて上昇しているが、第4次ブームであり、オイルショックによりオイルマネーが対日投資を本格的に開始した時期である。さらに1983年から1984年にかけてが第5次ブームとなる。1980年代後半は、国内投資家のシェアが高まったこともあり、外国人のシェアは低下した。しかし1990年にいわゆるバブルが崩壊し、国内投資家のシェアが低下すると、外国人のシェアは急速に高まった。1990年には日本を除いて世界的な株高であり、国際分散投資が開始され、第6次

ブームとなった。日本では株価が低下したが、国際分散投資の観点からグローバルなポートフォリオに日本株も組み込まれ、外国人の買い付けが増加した。

1991年から1993年まで外国人投資家のシェアは若干低下する。しかし1995年から1996年にかけて、再び外国人投資家のシェアが高まる。これが第7次ブームであるが、外国人投資家により日本での構造改革が期待されていた。橋本内閣による財政赤字削減や日本版金融ビッグバンなどによって、日本経済が復活すると期待されていた。1996年にいったん外国人投資家のシェアは低下するが、1997年から1999年にかけて継続的に上昇していく。第8次ブームは、IT革命と呼ばれるような、情報化関連企業が日米ともに注目されていたことを背景としていた。ま

た日本では株式持合いの解消が続くなかで、外国人投資家はその受け皿となっていた。いわゆるITバブルの終焉により、2000年には外国人のシェアは低下する。しかし2001年から第9次ブームとなり、米国系ファンドなどによって、電機や薬品など収益性の高い企業が買われた。年金向けの投資信託などもプレゼンスを高めたが、ヘッジファンドも増加した、と言われる。こうして見てくると、2005年から2006年にかけての外国人投資家のシェア上昇は、歴史的には第10次ブームとなる。第10次ブームでは、外国人投資家のシェアが50%を超えるという過去最高の水準自体もさることながら、欧州系投資家のシェアが外国人のなかで過半を超えることも特質となっている。

2005年から2006年にかけての外国人投資家の売買代金におけるシェアを月次で見ると、4つのピークがある。第一は、2005年10月であり、すでに7月から大幅な買い越しとなっていた(後掲の図表4参照)。7月には米ナスダック指数が4年ぶりに高値を更新し、米系投資家の株式ウェイトが高まり³⁾、8月にも世界的な株価上昇のなかで出遅れていた日本株に外国人が買い越しとなった⁴⁾。この時期にはオイルマネー流入の可能性も指摘されだした。夏場の大商い、郵政民営化という政局リスクのなかでの活況という特徴である。⁵⁾ 8月第2週に郵政民営化問題で衆議院解散となり、外国人から日本の構造改革への期待から日本株買いが高まった。さらに9月に入り、自民党が圧勝し、10月に外国人の売買代金におけるシェアは45%を超えた。

第二は、2006年3月であり、日本の構造改革への期待から外国人により日本株買いが継続した。⁶⁾ 3月は国内投資家が決算期末であり、売

り中心で、売買額が減少した側面もあるとみられる。第三は、2006年5月であり、外国人全体としては月間売り越しとなった。ただ、売り越し基調のなかでも買い付け額も増加し、結果として外国人の売買代金におけるシェアが上昇した。5月は多くのヘッジファンドが決算期と言われ、利益確定売りが多くでたことも売り越しにつながったと推定される。⁷⁾ ただし欧州系の外国人は5月も大幅買い越しであり(後掲図表4参照)、売り越しは米系投資家中心であった。5月においても、ノルウェーなどオイルマネーの流入が指摘されている。⁸⁾ 第四は、2006年9～11月であり、特に欧州系投資家が中心となった。この時期の欧州系投資家の実態はオイルマネーといった指摘がある。⁹⁾ また個人投資家が信用取引の手じまいによって売買を縮小したことも、外国人のシェアが上昇する一因となった。¹⁰⁾

以上のように、2005年から2006年にかけて4つのピークを伴いつつ、外国人投資家のシェアは上昇してきた。すでに指摘したが、2006年に入ってからの外国人投資家は欧州系が中心となってきた。図表2で、地域別の外国人売買状況をみている。

1980年代には、外国人投資家は欧州系が中心であった。これはイギリスのマーチャントバンク系など、欧州系投資家は19世紀以来の海外証券投資の歴史に起因するとみられる。イギリスからの海外証券投資は国内が資金余剰で低金利となった19世紀後半に植民地公債投資などによって開始された。さらに第二次大戦後も、傾向的なポンド安によって海外証券投資は為替益の面からも優位性があった。こうした事情から歴史的に欧州系は海外証券投資のスキルで優れていた。他方、米系投資家が海外証券投資を本

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	40,183	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〕 東証統計月報から作成。

格化した時期は、いわば最近である。これは国内の社債市場などで運用対象がまかなわれてきたこと、またかつて中南米危機など海外で損失を被ったこともある。1980年代後半の売買代金シェアを見ると、欧州系が50%前後となっていた。ただし後述するように、この時期は大幅な売り越しという特質があった。

1990年代に入り、米国系のシェアが傾向的に上昇してくる。これは米国国内の事情としては、団塊世代の退職時期が近づき、株式組み入れ型の投資信託やそれを購入する年金（いわゆる401Kタイプも含む）が増加したことが一因

であろう。また1990年代後半にはIT景気を背景に、莫大な資金が投資信託などに流入し、国内では運用先が減り、外国株向けざるをえなかった、とも言える。他方、日本では不況と不良債権処理問題が長期化し、株価は調整していたため、割安な投資対象と評価された面もあろう。1999年には米系投資家は年間6兆円という過去最高の純買い越しとなった。

こうした特質は2005年まで継続してきたが、米国系のシェアは2000年以降漸次的に低下してきた。対照的に欧州系投資家がシェアを上げてきた。そして2006年には欧州系のシェアは

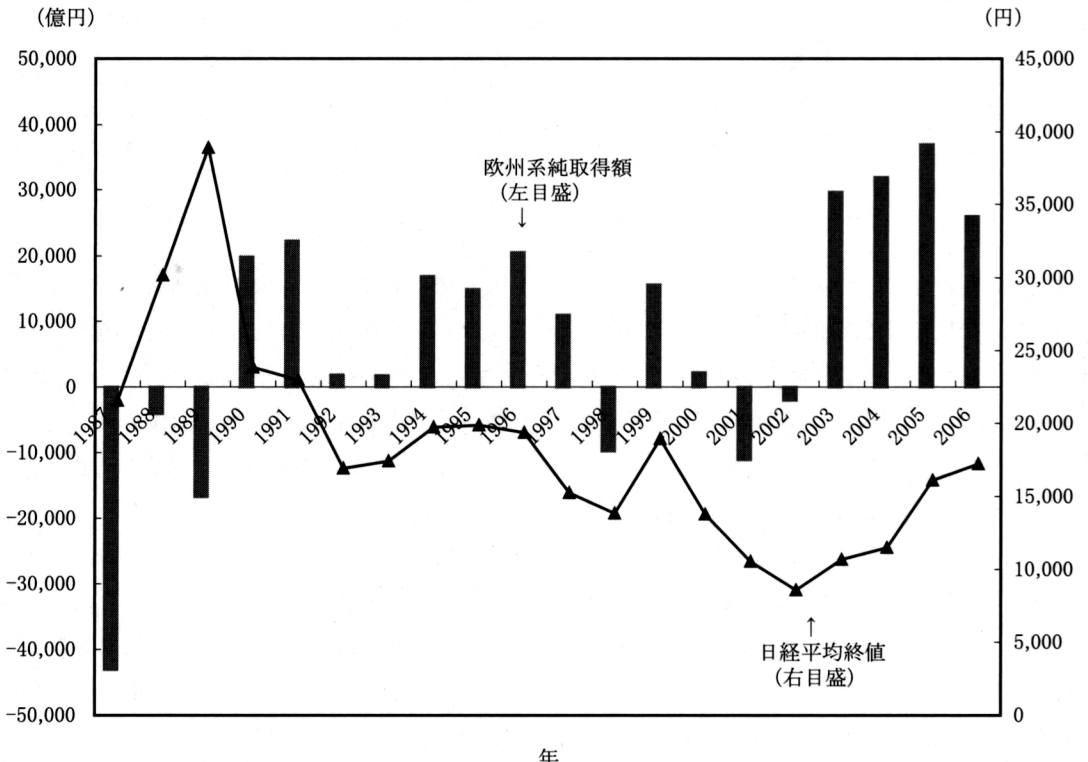
51.3%に達した。もっとも2005年に米系投資家の純買い越し額は5兆円を超えており、その存在は大きい。ただ2006年に入り、米系の買い越し額が4312億円と縮小した半面、欧州系は約2兆6000億円の買い越しであり、2006年に欧州系の外国人投資家が注目されることとなった。

最近の傾向として補足される点は、アジア系の買い越し額増加である。2006年には2兆円を超え、最高額となっている。こうしたアジア系の買い越しは、華人系富裕層のよるもの、また税制優遇からシンガポールに拠点を置くヘッジファンドの増加といわれる。¹¹⁾ また「その他」については、中東のオイルマネーが対日株式投資する場合に含まれる、とされている。1980年代後半にオイルマネーが影響力を保持していた

時期、「その他」の売買代金におけるシェアは11~14%台にあった。しかしその後、「その他」のシェアは低下しており、これは1990年代以降に原油価格が低下し、証券市場においてオイルマネーの影響が弱まったこと、ならびに2005年以降はイギリス経由の対日投資が中心となったためと推定される。

次に図表3によって欧州系外国人投資家の投資パターンを歴史的に振り返っておきたい。大きな特徴と考えられる点は、欧州系の売買シェアが高まった80年代後半には、日経平均は39,000円台まで上昇したが欧州系は売り越しであったが、今回(2005~2006年)は日経平均の上昇のなかで買い越し、という対照性である。換言すれば、1980年代後半には「逆張り」で

図表3 欧州系外国人投資家と日経平均



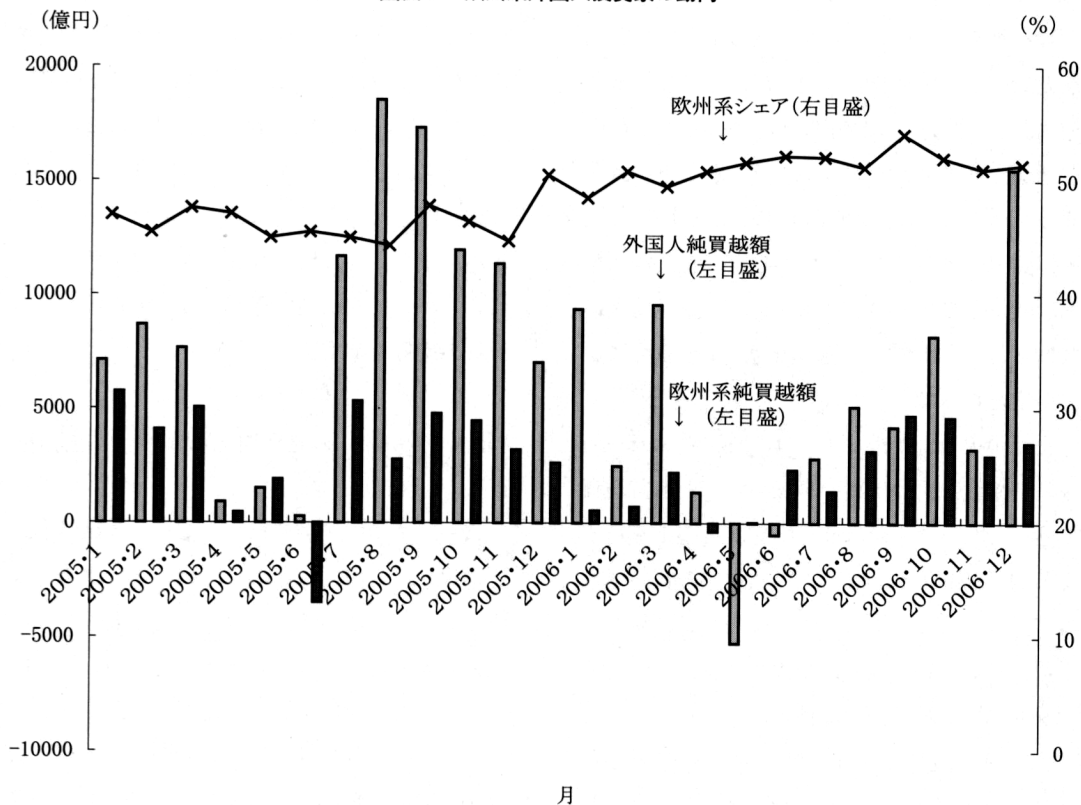
(出所) 東証ホームページ, 日本経済新聞社ホームページから作成。

あったが、最近は「順張り」に変わっている。こうした「順張り」への変化は、すでに1990年代にも萌芽が見られる。1994～1996年に欧州系は買い越しとなっていたが、この時期株価は上昇傾向にあった。1998年に欧州系が売り越しに転じると、株価は下落し、1999年に買い越しに転じると、株価は上昇し、さらに2001年に売り越すと、株価は低下している。

こうした「逆張り」から「順張り」への変化をもたらした要因は以下のように考えられる。第一に、1980年代後半までは国内投資家の売買が活発であったため、底値で買い、高値で売るといったパターンがとりやすかったことである。他方、1990年代以降には国内投資家の売買

が細り、欧州系を含む外国人投資家の売買が株価を規定するようになったことである。第二に、インデックス運用の増加である。イギリスを拠点とするバークレイズ・グループなどはインデックス運用で非常に高い世界的シェアを有している。このためもあり欧州系の投資信託や年金基金などはインデックス運用を多く採用するようになってきている。インデックス運用は市場追随型であり、売買が市場動向と同じになるとみられる。第三に、短期的な運用成績が求められるようになり、逆張りスタイルがとりにくくなったことが考えられる。年金や投信などの運用評価機関が多数誕生し、3ヶ月もしくは月ごとに運用成績を比較するようになり、逆張りな

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。

ど長期的な運用スタイルはとりにくくなったと見られる。

2005年から2006年にかけての、外国人投資家全体と欧州系投資家の純買い越し額（棒グラフ）と外国人の売買代金（買い付け）における欧州系のシェア（折れ線グラフ）を月次ベースで見たものが、図表4である。すでに指摘してきたが、2005年の外国人の買い越しは米系投資家が中心であり、図表4においても米系を含む外国人全体と欧州系の買い越しには差がある。しかし、2006年に入ると外国人全体と欧州系の差は縮小し、欧州系が外国人投資家の中心となった。買い付け代金における欧州系のシェアも2006年4月から同年12月まで50%を超え続け、同年9月には54%に達していた。

一般に外国人投資家は夏前には売りやすい、と言われる。これは夏休みに入るまえに、株式を売却してリスクを軽減するためと言われる。逆に、1～3月には新年度入りに伴って、買いが増加するといわれてきた。¹²⁾ しかし実際は図表4が示すように、2005年の場合、夏場に外国人投資家の買いは大いに増加した。また2006年も、欧州系投資家の買いは8月から9月にかけて増加した。また2006年の場合、1～3月に買いが増えたとは言いがたい。

また中東のオイルマネーは、ラマダン（イスラムの断食月）には買いを減らす、とも言われてきた。¹³⁾ ラマダンは9月下旬から約1ヶ月であるが、2005年も2006年も、欧州系の買い越しは9月と10月に増加しており、こうした見方も妥当していない。これは中東オイルマネーがラマダンに買い続けた可能性と、ノルウェーなど非イスラム圏のオイルマネーが買いの中心となった可能性と、ふたつのシナリオが考えられる。

以上で明らかにしたように、2005年の外国人買いは米系が中心であったが、2006年の外国人買いは欧州系が中心であった。では以下で欧州系投資家の内実について検討してみる。まず欧州系の国籍であるが、これは財務省の統計で判明する。東証の統計では、「欧州系」や「北米系」といった地域別内訳であるが、財務省の統計では各国別に対内株式投資額が示されている。図表5が財務省統計による欧州からの対内（対日）株式投資の国別内訳である。財務省統計の「欧州」については、2004年までが「EU」ベースであり、2005年からは「欧州」ベースである。このため、EU未加盟のスイスについて、「欧州」合計に影響している可能性がある。こうした前提であるが、図表5が示すように、2005年の場合で欧州からの対内株式投資6兆3274億円のうち6兆2186億円（98.3%）がイギリスからの投資である。また2006年でも同じく4兆6033億円のうち3兆8300億円（83.2%）がイギリスからである。イギリス以外の欧州からの株式投資は、フランスやスイスが多いのであるが、イギリスに比べれば、大きな金額ではない。こうして欧州系投資家とは、実質イギリスからの投資と言えよう。

Ⅲ. イギリスの機関投資家の動向

イギリスの機関投資家としては、年金基金、生損保、投資信託などが大きいことはよく知られている。そこでイギリスの機関投資家の動向を検討することで、イギリスからの対日株式投資の実態を間接的に分析することとしたい。イギリスからの対日株式投資の動向が、イギリス機関投資家の動向と一致すれば、イギリスからの対日株式投資はイギリス機関投資家によるも

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	6,790	3,839	32,409	44,781	62,186	38,300
フランス	-2,189	-1,163	4,101	9,802	-2,720	9,316
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

〔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。

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

の、と言えよう。しかし、一致しなければ、機関投資家以外の資金である可能性が浮上する。

イギリスの主要機関投資家による外国株（日本株以外を含む）の売買動向を図表6（Financial Statistics, 2007年2月号）で見ると、2004年が約144億ポンドの買い越し、2005年が約132億ポンドの買い越し、2006年上半年が約20億ポンドの買い越しとなっている。同資料では2006

年下半年のデータは未発表である。ただ四半期ベースでは、2005年第一四半期と2006年第二四半期に売り越している。他方で、財務省統計からイギリスからの対日株式投資額（純額）を見ると、2005年が6兆2186億円の買い越し、2006年が4兆816億円の買い越しとなっている。さらに財務省統計を四半期ベースで見ると、2005年第一四半期が1兆6505億円の買い越し、第二

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2四半期	2,171	267	2,094	-37	-475	322
	第3四半期	1,942	-412	2,148	-12	-541	759
	第4四半期	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1四半期	-652	-18	187	-48	-282	-491
	第2四半期	4,711	345	4,013	-9	-234	596
	第3四半期	3,325	-328	1,404	-24	304	1,969
	第4四半期	5,844	548	2,549	-196	-89	3,032
	合計	13,228	547	8,153	-277	-301	5,106
2006年	第1四半期	3,514	-28	2,901	-2	-245	888
	第2四半期	-1,563	-475	-911	-34	-511	368

〔出所〕Financial Statistics 各号から作成。

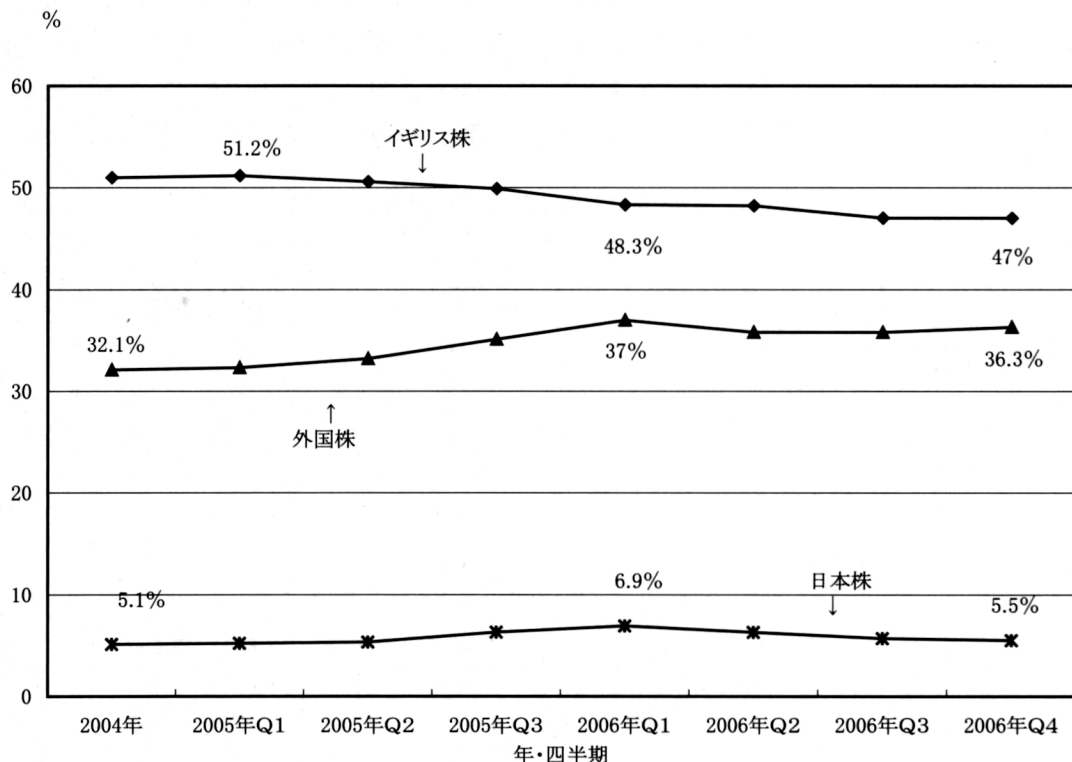
四半期が4112億円の買い越し、第三と第四の四半期はそれぞれ2兆円近い大幅買い越しとなっている。また2006年については、第一四半期が1兆4000億円を越す買い越しであるが、第二四半期には若干ながらも売り越しに転じている。図表6による、イギリス機関投資家による外国株売買動向と、財務省統計によるイギリスからの対内株式統計の間には、2006年第二四半期に売り越すなど相関性は部分的に見られる。しかし2005年第一四半期にイギリス機関投資家が外国株を売り越した一方、イギリスからの対内株式投資は同四半期に1兆円以上の買い越しになっており、乖離が見られる。イギリスの統計は外国株投資であり、日本株以外も含まれていることもあるが、いずれにせよ相関性は明確で

はない。

イギリスの主要な機関投資家として、年金基金の日本株投資について、検討する。メロン・アナリティカル・ソリューションは年金運用機関であり、かつまた年金コンサルタントであるが、主要なイギリス年金基金のポートフォリオをサーベイしている。2006年現在、合同運用(pooled fund)を中心に、79の年金運用機関と4190億ポンドの年金資産を調査対象としている。イギリスの年金資産残高は、政府統計によると9000億ポンドであるから、半分近くを対象としていることになる。

イギリスの年金基金は資産運用のうえで、非常に株式組み入れ比率を高くしている。これはインフレ・ヘッジのため、とされる。イギリス

図表7 イギリス年金のポートフォリオ構成



(注) イギリス年金資産残高は、2004年末7,611億ポンド、2005年末9,150億ポンドである。
 (出所) Mellow Analytical Solutions ホームページから作成。

では70年代後半にインフレが急速に進み、債券投資の実質利回りが悪化した。このため、インフレ率以上の総合利回りが見込める株式投資が重視された。¹⁴⁾ また外国株投資については、ポンド安によって為替差益も加わったため、より運用利回りが高く見込まれてきた。近年では、年金会計の変更といった問題もあり、イギリスの年金基金でイギリス株の組み入れ比率は低下傾向にある。¹⁵⁾

図表7は、イギリスの年金基金の資産運用構成について、メロン・アナリティカル・ソリュージョンが調査しているデータである。これによると、まず近年イギリス年金基金の資産において株式の構成比は傾向的に低下している。2005年第一四半期には、年金資産においてイギリス株は51.2%の構成比であったが、2006年第一四半期には48.3%前後へ低下し、2006年第四四半期には47%まで低下している。これは上記のように、イギリスの年金会計が改正され、退職給付債務の計算において株式の評価が低くなりやすいことが一因とみられる。他方、外国株の構成比は2004年に32.1%であったが、2006年第一四半期には37%へ上昇し、2006年第四四半期でも36.3%ある。2005年を通じ、外国株の構成比は5ポイントも上昇しており、イギリス株のウェイトが低下した一方で、外国株の上昇はコントラストを成している。これは年金会計が改正されるなかで、株式一般の構成比低下に直結するものではないことを示唆している。

他方、日本株の構成比は2004年には5.1%であったが、2006年第一四半期には6.9%へ上昇した。しかし2006年第四四半期には5.5%へ低下した。外国株の構成比が2006年を通じ0.7ポイントの低下にとどまっている一方で、日本株

は1.4ポイント低下しており、低下の程度が大きい。これは複数の要因があるが、この期間において海外の株式市場と比較して日本の株式市場のパフォーマンスが悪く、ウェイトを引き下げられたことが主因と見られる。¹⁶⁾ 海外の機関投資家はドルベースで見た、世界の株式市場時価総額での構成比を基本に運用している。したがってA国の株価が低下すると、時価総額での構成比が低下するために、ますます機関投資家のポートフォリオにおいてA国の組み入れ比率は低下することとなる。¹⁷⁾ もちろん時価総額構成比は基本であり、これにファンドマネージャーの強気・弱気が加味されることとなる。こうしてイギリス年金基金の資産構成の変化を見てくると、2006年の後半を中心として年金基金が日本株を買い増した可能性は小さい。

ついでイギリスの機関投資家として、年金基金に準じる運用資金を持つ、投資信託について運用動向を検討する。伝統的にイギリスの投資信託は契約型 (Unit Trust) と会社型 (Investment Trust) から成るが、集合的な投資という意味では共通性がある。すでに指摘したが、19世紀後半以来イギリスは海外証券投資を活発に行ってきたが、19世紀後半の海外証券投資は会社型投資信託が中心であった、とされる。これは19世紀後半にイギリスの個人富裕層の資金を、国内が低金利でもあり、海外の高金利公債等で運用したものであった。¹⁸⁾ その後、イギリスでは契約型が好まれ、今日に至っている。EU統合によって、EU加盟国は会社型投資信託をOEIC (Open Ended Investment Companies) と共通化させている。イギリスの現在の投信協会にあたるIMA (Investment Managers Association) は、投信の統計データを、ユニット・トラスト (契約型投資信託) と

OEICの合計として公表している。

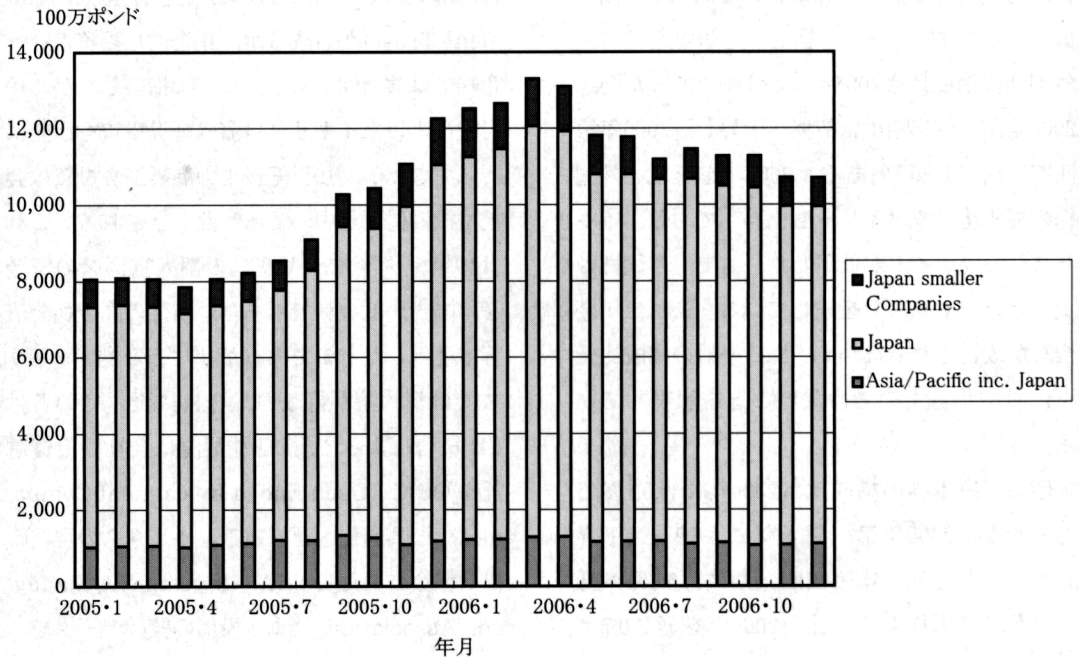
図表はIMAがホームページに公表している、投資信託のタイプ別残高のうち、日本関連の残高の推移を見たものである。Japan Smaller Companies, Japan, Asia Pacific

including Japan という3タイプの日本関連タイプである。この他、Global Growthなどにも日本株が含まれている可能性はあるが、日本株投資の指標として上記3タイプを見ている。欧州系の投資信託には、日本の成長株(中小株)投資に特化しているものがある。しかしJapanese Smaller Companiesは2006年12月現在、7.6億ポンドで、IMAが公表している投信残高の0.2%に過ぎない。またAsia Pacific including Japanも同じく11億ポンドで、投信残高の0.3%に過ぎない。日本株関連では、やはりJapanが中心であり、88億ポンドの残高があり、イギリス投信残高の2%以上となってい

る。しかし、このJapanが2006年4月以降、傾向的に減少してきた。2006年3月にJapanは108億ポンドの残高で、投信残高の2.8%であった。しかし2006年4月には106億ポンド(構成比2.8%)、5月には96億ポンド(同2.6%)と減少した。

投資信託残高が減少する場合、投資家の売却に起因する場合と、株価などの保有資産価格低下に起因する場合がある。後者の場合、投資家が売却しなくとも、投資信託の時価は減少する。しかし2006年のイギリス投資信託Japanタイプについては、売却が増加したと推定される。IMAのホームページ上で、Japanタイプの「粗販売額」と「純販売額」も公表されているが、4月以降「粗販売額」が約3億ポンドに増加したが、「純販売額」は1億ポンド以下で、差額である売却額が増加しているためである。売却額が増加した要因としては、2006年3月ま

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。

で日本株の株価が回復し、一定の利鞘が確保されたこと、他方で日本株が国際的に見るとパフォーマンスが悪いこと等が考えられる。こうして2006年4月以降、イギリスの日本株関連の投資信託は売却額の増加も一因となって、その残高を減少させている。図表8が示すように、2006年3月ごろのピーク時には約130億ポンドに達していた日本株関連の投資信託残高は、2006年12月ごろには110億ポンドを下回る水準まで低下した。

こうしてイギリス国内での主要な機関投資家である、年金基金と投資信託は2006年4月以降、売り姿勢を強めてきた、と推定される。しかし図表4で見たように、イギリスからの対日株式投資は2006年の8月から9月にかけて盛り上がりを見せており、この動きと整合しないと云える。では2006年のイギリスからの対日株式投資はいかなる資金であるのか、が問われよう。

IV. イギリスの対外債務増加とオイルマネー

近年の世界経済で大きな変化のひとつが、原油価格の上昇であろう。オイルショック時の1980年に、代表的な原油である「ドバイ」の価格は1バーレルあたり35.69ドルであったが、その後の需給緩和によって1998年には12.21ドルまで低下していた。¹⁹⁾しかし1999年ごろから上昇傾向に転じ、2005年には49.35ドルまで上昇した。原油価格の上昇には、背景として複数の要因が指摘されている。イラク問題に代表されるような中東情勢の悪化による原油生産量の減少懸念、また中国のような新興国の経済成長による需要増加などである。

実際、原油価格の上昇をもたらした背景として、これら2点は否定できない。まず中東地域における産油量であるが、2000年に2350万バーレル（日量）であったが、2002年には2147万バーレルへ減少した。これはイラク情勢などの悪化に起因するものと、政策的な減産に起因するものがある。ただしロシアなどが産油量を大幅に増加させており、世界的な産油量はさほど変化していない。とはいえ中東の産油量減少は、投機資金が流入する原油市場で材料視されやすいと見られる。次に消費量であるが、やはり中国での消費量は近年急増している。中国の原油消費量は1995年に340万バーレル（日量）であったが、2005年には700万バーレルとなっている。日本の2005年時点での消費量は536万バーレルであるが、2003年に中国が日本の消費量を超えて逆転している。このほか、2005年現在で、ブラジルの消費量が182万バーレル、ロシアが275万バーレル、インドが249万バーレルとなっており、中国やインド、ブラジルの増加が目立っている。²⁰⁾

こうして原油価格は上昇してきたが、これは中東など産油国経済を潤すこととなった。そもそも中東の産油国は、経済的な事情がかなり異なっている。1人あたりGDPを見ると、イランが1750ドル、イラクが942ドルに対し、カタールが44,500ドル、クウェートが23,069ドル、UAEが22,643ドル、サウジが10,936ドルとなっている。²¹⁾域内の経済格差は著しく大きいと言えよう。

原油価格の上昇に伴い、豊かな中東諸国には膨大な石油収入が流入した。サウジの経常収支は2005年に871億ドルの黒字となり、その多くが国家財政に計上されるため、財政収支も577億ドルの黒字となった。この大幅な黒字は、国

内のインフラ投資などにも支出されているが、少なくとも一部分が金融証券市場で運用されていると推定される。

イングランド銀行は四半期ベースで、イギリスで営業する銀行の対外的な債権債務について公表している。²²⁾ これはイギリス (U.K.) で営業する銀行の対外的な貸出と債務 (預金) の増減を地域別に示したものである。イギリスから見ると、海外からの預金受け入れは債務 (Liabilities) の増加となる。したがって一見すると、イギリスの海外からの預金受け入れは、イギリスの対外負債の増加となり、イギリスの国際収支が悪化しているかに見える。しかし、イギリスの国際金融センターとしての信頼から、海外資金が受け入れ先を求めて流入している。

イギリスの対外債務増加は、国際金融センターという側面と表裏一体である。

イングランド銀行の対外貸出と債務の統計によると、途上国 (Developing Countries) のなかではロシア、サウジアラビア、UAE、クウェートなどの産油国からの、イギリスへの預金流入 (負債増加) が2005年以降目立って増加している。また先進国 (Developed Countries) のなかでも、産油国であるノルウェーからの資金流入が増加している。

図表9が示すように、2005年1-3月にはロシアから1580億ドルが、同4-6月にはロシアから910億ドル、サウジアラビアから740億ドル、同7-9月にはサウジアラビアから670億ドル、UAEから270億ドル、またノルウェー

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, 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					ノルウェー	126	ノルウェー	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	23	ロシア	56
4	クウェート	32	ポーランド	20	ブラジル	43
5	マレーシア	26	トルコ	17	クウェート	33
先進国			ノルウェー	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。

ノルウェ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。原油価格はドル/バレル。

[出所] Bank of England HP, Statistical Release, OPEC HP から作成。

から1260億ドルが流入している。以下、図表が示すように、ロシア、ノルウェー、サウジアラビアからの流入が目立っている。

すでに指摘したが、ロシアは原油を大幅に増産した一方で、国内消費量は減少しており、外貨獲得に原油増産が寄与したと見られる。ロシアの世界原油生産におけるシェアは12.1%であり、日量生産量は654万バレル（2000年）から955万バレル（2005年）に急増している。ロシアはサウジに次ぐ、世界2位の産油国である。またノルウェーの世界原油生産におけるシェアは3.5%であり、日量の生産量は2000年から2005年にかけて310～340万バレルで安定的に推移している。しかしノルウェーの国内原油消費量は20万バレル程度であり、300万バレル程度は輸出され、外貨獲得の手段となる。サウジアラビアの世界原油生産におけるシェアは13.5%であり、世界1位で、日量生産量は1104万バレル（2005年）である。

こうしたロシア、サウジアラビア、ノルウェーなど産油国から、イギリスでの預金増加が2005年から2006年にかけて目立って増加した。この時期は図表にも示されているように、原油価格が上昇した時期であり、OPECバスケット価格の3ヶ月平均で見ても、2005年1～3月に43.66ドルであったが、2006年7～9月には65.68ドルまで上昇した。²³⁾

原油価格上昇と産油国からイギリスでの預金増加には、タイムラグがあると見られるが、2005年から2006年にかけて継続して原油価格が上昇しており、産油国からイギリスでの預金増加も継続している。

産油国からイギリスに資金が流入しており、このイギリスに流入したオイルマネーが、イギリスから日本を含む海外証券投資に向かった可

能性は否定できない。一部は対米証券投資へ向かったと見られ、米国債やアメリカ株式を取得したと推定される。²⁴⁾ しかし日本株に向かった部分もあると推定される。

V. サウジアラビア通貨庁 (SAMA) の資金運用

オイルマネーの投資家として周知の存在が、サウジアラビアの中央銀行であるサウジアラビア通貨庁（SAMA）である。SAMAは1952年に設立された、サウジアラビアの中央銀行である。中央銀行であるから、サウジアラビアの通貨であるサウジ・リヤルの発券業務を担っている。しかし同時に本体勘定とは別の独立勘定で、石油収入の運用を委託されて、外国証券を含む証券等で運用している。

SAMAがホームページに掲載している、貸借対照表によると、資産総額は8978億リヤルである。サウジのリヤルをはじめとして、湾岸協力会議（GCC）諸国の通貨はドル連動となってきたが、切り上げ圧力が強まっている。²⁵⁾ サウジのリヤルは2006年5月現在、3.75ドルとなっており、SAMAの資産総額は約2400億ドルに達するものであり、大きい規模と言えよう。資産のなかで、最大の項目が海外証券投資であり、6525億リヤルに達している。SAMAは内訳を公表していないが、この海外証券投資の大半は米国債と言われている。米国債の海外からの国別内訳が米国から公表されている。²⁶⁾ 中東などオイルマネーは日本、中国と並び、米国債の主要な投資国である。

本体勘定の負債を見ると、最大の項目は「その他多様な債務」であり、4093億リヤルに達するが、詳細は不明である。次いで政府預金が大

きいが、3576億リヤルとなっている。中央銀行として本来の負債である、銀行券と硬貨の発行残高については、銀行券がSAMAの保有分も含み977億リヤル、硬貨が2億リヤルであり、資産・負債総額のなかでは小さい。

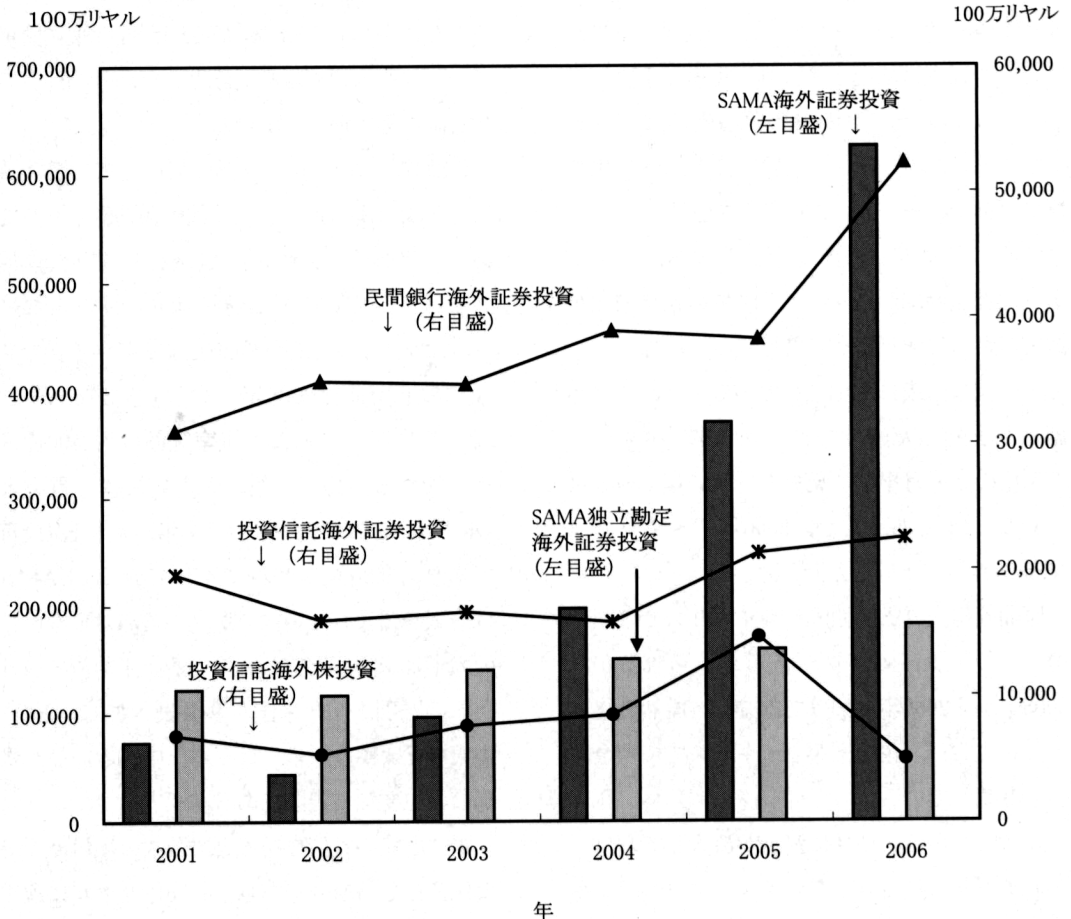
日米欧など先進国では財政赤字が大きく、自国の国債残高が大きい。このため中央銀行の資産のなかで自国の国債が中心となる。しかしサウジの場合、原油収入によって政府財政が大幅黒字であり、中央銀行の資産内容としては、自国の国債ではなく、実質米国債が中心となっている。また政府資金が豊富であり、中央銀行の

負債のなかでも政府預金の比重が高くなっている。

SAMAが本体勘定で保有している海外証券は、図表10が示すように、近年急増している。2004年には約2000億リヤルであったが、2005年には約4000億リヤルに倍増し、2006年には6000億リヤルを超えた。実質的に多くは米国債と推定されており、SAMAはアメリカ財政とドルを買い支える一因となってきた。

以上はSAMAの本体勘定であるが、これとは別にSAMAには独立勘定がある。これは公的年金の運用 (Retirement Pension) と開発

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。

基金（Development Funds）の資金を受け入れて、運用している勘定である。この勘定の金額も大きく、5810億リヤルである。うち4269億リヤルが公的年金の運用であり、開発基金の運用が1146億リヤル、その他が396億リヤルである。この独立勘定の運用構成を見ると、最大の運用先は国内証券投資であり、5810億リヤルのうち、3836億リヤルが国内証券投資となっている。しかしこれに次いで外国証券投資が1868億リヤルあり、図表が示すように、本体勘定と並んで、増加している。この独立勘定部分の外国証券投資の詳細も不明であるが、米国債以外の証券が含まれている可能性もあり、一部が外国株で運用されている可能性も残ると見られる。

この他、SAMA はホームページで、国内の投資信託の統計を公表している。これによると、投資信託残高は2004年に603億リヤルであったが、2005年には1370億リヤルに倍増した。しかし2006年には842億リヤルに半減近い減少となった。これはサウジ国内の株価が2004年から2005年にかけて大幅に上昇した後、2006年にかけて暴落したためと見られる。他方でサウジの投資信託にも外国株が組み入れられている。サウジの投資信託における外国株残高は2004年に85億リヤルであったが、2005年に147億リヤルに増加したものの、2006年には49億リヤルと減少した。

VI. ノルウェー銀行と公的年金

ノルウェーは欧州で有数の石油輸出国である。石油による外貨獲得によってノルウェー経済は潤ってきた。2007年1月にブルガリアとルーマニアがEUに加盟し、EU加盟国は27カ国となり、欧州地域の国家のほとんどはEUに

加盟したが、ノルウェーは従来と同様に加盟する可能性はないと見られる。これはノルウェーが石油収入により豊かであり、EUに加盟する必要がないためと言われる。EUに加盟すると、EU財政への負担金を課されるため、豊かな国にとってはデメリットも発生する。またEUに加盟すると財政金融政策においてフリーハンドを失い、制約されることにもなる。こうした事情もあり、ノルウェーはEUに加盟していない。

ノルウェー政府は石油収入を公的年金に積み立てている。石油収入は公的年金の原資に積み立てられ、ノルウェー政府は公的年金の運用を中央銀行であるノルウェー銀行に委託している。このノルウェーの公的年金の資産残高は2006年12月末で1兆7837億ノルウェー・クローネであるが、1米ドルは約6ノルウェー・クローネであり、米ドル換算で2972億米ドルとなる。これは世界最大の年金基金、少なくとも最大手のひとつと言っても過言ではない。アメリカで最大の年金基金であるカルパース（CALPERS、カリフォルニア州公務員年金基金）でも2007年1月現在の資産総額は2182億米ドルであり²⁷⁾、ノルウェーの公的年金が上回っている。また欧州で最大手のオランダ公的年金（ABP）やスウェーデンの公的年金よりも規模が大きい。ただしノルウェーの公的年金自身は、世界最大の年金は日本の公的年金であり、その資産総額は8740億米ドル（1ドル110円で、約96兆円）としている。²⁸⁾しかし、日本の公的年金が国内債券、特に国債中心の運用であるのに対し、ノルウェーの公的年金は株式と債券の構成比がおおよそ4対6とされてきたこと、また株式と債券に関わりなく、ほぼ全額が外貨建ての運用となっていることに特徴がある。他方、

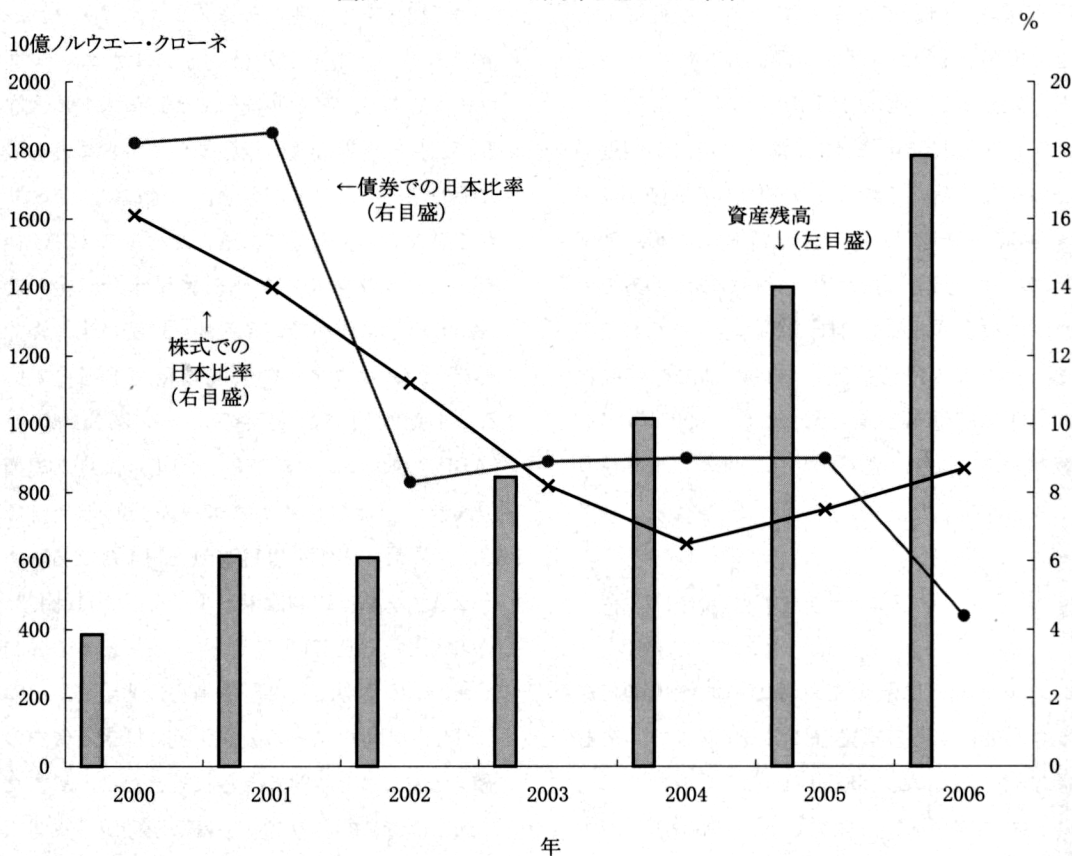
日本の公的年金の株式組み入れ比率は極めて低く、またカルパスも株式組み入れ比率こそ60%を超えるが、国内株が約40%と中心で、外国株は20%強である。したがって株式組み入れ比率が高く、海外での運用比率が高い年金基金としては、ノルウェーの公的年金は世界最大と言えるだろう。

図表11がノルウェー公的年金基金の資産残高を示しているが、石油収入を年金基金に積み立てているためもあって、2004年に約1兆円であったが、2006年には上記のように1兆7837億クローネとなっている。ノルウェーの公的年金基金はオイルマネー関連としては、極めて投資

情報がディスクロージャーされている。毎年のベンチマーク・ポートフォリオ（目標もしくは指標としてのポートフォリオ構成）が示されている。

2000年の場合、株式比率は40%とされ、その株式のなかでアジア株の比率は20%であり、日本株比率は16.12%（株式を100とする）であった。また債券についてはアジアが20%とされ、18.2%が日本とされた（債券を100とする）。株式の運用については、アクティブ運用の比率が年初の28%から年末には40%に引上げられ、また内部運用（外部の業者に委託しない運用）の比率が4%から21%に引上げられた。このため

図表11 ノルウェー公的年金基金と日本株



〔出所〕ノルウェー銀行ホームページから作成。

株式のうち外部運用比率は1999年には96%であったが、2000年には79%に低下した。アクティブ運用の比率上昇に伴い、日本株については2000年にチューリッヒ・スカダーが新規に運用を委託されている。この他、日本株のアクティブ運用業者はキャピタル・インターナショナル、フィディリティーであった。

2001年には株式40%、アジア株20%といった大枠には変化がなかったが、日本株の組み入れ比率は13.97%に低下した。他方、債券についても60%、アジア20%という基本には変化がなかったが、日本の比率は18.5%であった。2001年の各国別運用利回りでアメリカが最高、日本が最低となった。日本株の低迷が日本株組み入れ比率にも影響したと見られる。しかし2001年にはアジア株のアクティブ運用業者に、シュローダーとスパークス（Sparx）が新規に採用されている。またノルウェー公的年金の運用全体では、株式運用は外部運用で8%、内部運用で4.3%といった超過運用利回り（ベンチマークの利回りを超過する利回り）を上げている。

2002年には株式・債券の組み入れ比率には変更はなかったが、債券のアジア比率が10%に低下し、そのため日本の比率が8.3%に低下した。他方、株式についてはアジア比率20%が維持されたものの、日本株比率は11.2%へ低下した。2002年に日本株はマイナスの利回りであった。2002年から外部委託業者については、「地域別委託業者」「セクター別委託業者」としてのみ公表されるようになり、日本株の業者を特定できない。しかしチューリッヒ・スカダーについては、名前が無くなっている。

2003年には株式・債券の配分比率に変化がなかったものの、株式の地域区分比率が「欧州」が50%、「アメリカ・アジア・オセアニア」で

50%となった。従来はアメリカで30%、アジア・オセアニアで20%であった。このなかで日本株比率は8.2%まで低下した。また債券については、アジア・オセアニアで10%と維持されたが、日本の比率は8.9%となった。

2004年には日本株の組み入れ比率は6.5%まで低下し、また債券での日本比率も9%まで低下した。外部運用を委託する業者にも、株式については変化なかった。なお、債券については大和SB、野村が日系業者として入っているが、株式について日系は1社も入っていない。2004年時点での運用コスト比率（対資産残高）は、株式内部運用が0.79%、債券内部運用が0.37%に対し、外部運用は2.94%とかなり高くなっている。これは、外部運用の場合、パフォーマンス報酬が最低報酬に加わるためである。

2005年には、従来政府石油基金（Government Petroleum Fund）と呼ばれてきた基金が、正式に政府年金基金（Government Pension Fund）と名称変更された。日本株の組み入れ比率は7.5%へ引上げられ、債券の日本比率は9%で推移した。組み入れ比率としてはわずかであるが、資産残高が大幅に増加しているため、2005年に日本株はかなり買い越しになったと推定される。2005年には、ノルウェーの公的年金として投資を禁じた企業を個別で公表した。2005年8月には、クラスター爆弾の製造に関わったことを理由としてロッキード・マーチン（米）など7社が、2005年12月には核兵器製造に関与していることを理由にボーイング（米）など7社が挙げられている。こうした姿勢は、政府による公的年金の投資方針として注目される。2005年には石油収入が大幅に増加し、2203億クローネが政府から年金基金へ払い

込まれた。

2005年には株式を保有する海外企業3452社のうち2705社に、株主総会で投票している。日本については628社のうち619社(99%)で投票している。投票している案件は取締役関連が中心であり、特に取締役会の独立性を問題視している。

2006年には公的年金による運用資産残高は1兆7840億クローネとなったが、前年度からの増加分は3840億クローネであり、うち政府からの払い込み(石油収入)が2880億クローネある。したがって960億クローネが運用による増加分となる。ノルウェー中央銀行が運用している資金には、公的年金の他、外国為替準備金と政府石油保険基金がある。外国為替準備金は2245億クローネ(2006年末現在)あり、為替介入のために使用される資金である。政府石油保険基金は政府が石油活動に伴って発生する損害や債務をまかなうための資金で、152億クローネある。

2006年には公的年金の資産残高も急増したが、株式と債券の比率は40:60に維持された。株式のうちアジア・オセアニア地域に15%が配分され、うち8.7%が日本株の組み入れ比率とされた(株式に対する比率)。しかし債券については日本の比率は4.4%へと引下げられた。2006年に日本の債券の運用利回りはアメリカとならび、マイナスとなった。この利回り評価では、「カレンシー・バスケット(currency basket)」という合成通貨で評価されており、為替の影響は中和される。日本の場合、やはり低金利が大きいと見られる。

2006年現在、株式の外部運用を委託している業者は27業者いるが、すでに指摘したようにガートモアやシュローダーなどイギリス系の業者が多数含まれている。したがって、ノルウ

エーの公的年金が、日本株に投資する場合にも、ロンドンから発注されている可能性は極めて高い、と言えよう。2005年から2006年にかけて、ノルウェーの公的年金は運用資産額を著しく増加させ、しかも日本株比率を上げた。こうして、この時期に日本株にオイルマネーが流入したこと、その場合イギリス経由でノルウェーの公的年金が一部分であった、と言えよう。

なお、同年金はホームページ上で、すべての保有銘柄の時価総額、保有比率、投票権での比率を個別で開示している。保有時価ではキャノン14.3億クローネ、日本たばこ14.2億クローネ、三菱UFJフィナンシャル・グループ26.9億クローネ、みずほフィナンシャル・グループ22.2億クローネ、住友三井フィナンシャル・グループ28.8億クローネ、トヨタ自動車31.4億クローネなどが大きい。他方、保有比率ではハニーズ(2792)3.75%、ジャックス(8584)3.4%、日本アジア投資(8518)3.5%、コマツ電子金属(5977)3.8%、ミサワホーム(1722)3.3%、大阪証券取引所(8697)3.6%、オリジン電気(6513)3.2%、良品計画(7453)2.9%、昭栄(3003)4%、テイク・アンド・ギブ・ニーズ(4331)3.1%などが高くなっている。²⁹⁾ 保有比率が高い企業では、本来大株主として名義がでるはずであるが、『日経会社情報』では全くノルウェー公的年金の名義はでていない。すべてカストディアン銀行の名義となっている。

VII. まとめに代えて

すでにわが国の株式市場で外国人のシェアが高まった時期は、10回目となっている。これは国際的な資金余剰や為替規制の緩和と廃止など

を背景にしている。国際的な投資フローは直接投資だけではなく、証券投資において、極めて増加している。日本の場合には、対内投資は直接投資が伸び悩むなか、もっぱら証券投資を中心としている。対内証券投資のなかでは、最近債券投資がやや増加する傾向にあり、公社債市場でも外国人投資家が注目されている。しかし最近まで、国債の保有シェアにおいても外国人のシェアは低かったため、やはり対内証券投資でも株式が中心となっていた。

日本の株式への海外からの投資は、近年ではアメリカ系のシェアが上昇する兆しがある。しかしアメリカ系とならび欧州系のシェアが2005年から2006年にかけて上昇した。この欧州系資金はイギリスの年金基金や投資信託ではなく、オイルマネーがイギリス経由で日本株に向かったようである。オイルマネーとしては、SAMAなどが注目されるが、2006年の場合にはノルウェーのオイルマネーが一部分であったと見られる。

ノルウェーのオイルマネーは、石油収入を年金基金に積み立てた資金である。爆弾製造に関わった企業は投資対象からはずす、といったSRI（社会的責任投資）的な政策を持ち、また株主総会では日本企業の99%に投票している。こうした資金が日本企業の株主として存在が大きくなれば、将来的に日本企業も対応を迫られるであろう。

注

- 1) 吉田健一郎、「オイルマネーの構造と行方について」、『国際金融』、1170号、平成18年11月1日、74～81ページは、サウジ財政の石油収入と鉱物輸出額の差額が100億ドル以上あり、これが王族等の個人所得と推定している。
- 2) 保田圭司、『外国人投資家』、日本経済新聞社、1995年、同、『国際機関投資家』、日本経済新聞社、1987年、同、『グローバル・マネー』、徳間書店、1998年参照。

- 3) 日本経済新聞、2005年8月5日付。
- 4) 日本経済新聞、2005年8月12日付。
- 5) 日経金融新聞、2005年8月29日付。
- 6) 日本経済新聞、2006年4月7日付。
- 7) 日本経済新聞、2006年5月30日付。
- 8) 日本経済新聞、2006年7月21日付。
- 9) 日本経済新聞、2006年10月21日付。
- 10) 日本経済新聞、2006年12月8日付。
- 11) 日本経済新聞、2007年1月20日付。
- 12) 日本経済新聞、2006年9月10日付。
- 13) 日経金融新聞、2006年9月27日付。
- 14) 拙著、『ロンドンの機関投資家と証券市場』、1995年、法律文化社、12ページ。
- 15) 日経金融新聞、2005年12月28日付によると、イギリスでは年金の積立不足開示義務が強化されたため、債券中心の運用に変化しているという。
- 16) Mellon Analytical Solutions H.P.に掲載されている、四半期ごとのニュース (Pooled Pensions Fund Update)を参照した。
- 17) 拙著、『日本の株式市場と外国人投資家』、東洋経済新報社、2002年、16ページ。
- 18) 拙著、注14に同じ、13ページ。
- 19) 原油価格は、BP, *Statistical Review of World Energy*, June 2006を参照。以下、原油に関するデータもBP資料を参照した。
- 20) ロシアだけは1995年での303万バレルから低下している。したがってロシアが増産した産油量は輸出され、外貨獲得に向かったと推定される。
- 21) 大工原 桂、「中東産油国：オイルダラー活用で石油依存体質から脱却を」、(『国際金融』、1166号、24～30ページ、2006年7月1日)
- 22) Bank of England Statistical Release, *External Business of Banks Operating in the UK*, <http://www.bankofengland.co.uk/statistics/ebb/current>
- 23) OPECのH.P.に掲載されているSpot OPEC Reference Basket pricesの月次データから3ヶ月平均（単純平均）を算出した。
- 24) 日本経済新聞、2007年1月10日付。
- 25) 日経金融新聞、2006年5月17日付。GCC諸国通貨は2010年に通貨統合を計画している。
- 26) 小西宏美、「米国債と外国人投資家」、代田 純編著、『日本の国債・地方債と公的金融』、税務経理協会、2007年2月。
- 27) *Pension & Investment*, January 22, 2007
- 28) Annual Report 2006, *Norges Bank Investment Management*, p20.
- 29) ここでの記述は、<http://www.norges-bank.no>に掲載されているレポート等に基づく。

参考文献

代田純『日本の株式市場と外国人投資家』東洋経済新報社、2002年

——「外国人投資家の増加と日本の経営」、『証券レビュー』, 2004年10月

——「外国人投資家の動向について」、『最近の資金フローに関する研究会報告書』, (<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/tyousa/1803shinkinfrrou.htm>), 2006年1月

(付記) 本稿は2007年度駒澤大学在外研究(2007年4月～9月)による研究成果の一部である。

(駒澤大学教授・当研究所客員研究員)