

2013年2月8日 全8頁

海外投資家による対日投資の影響と示唆

海外投資家の短期的な投資が株式市場に影響

金融調査部

研究員 矢作大祐

研究員 太田珠美

[要約]

- 2012年の対日証券投資の内、株式に関しては4月～9月まで継続的に流出超となるも、10月以降、短期間且つ急速に流入超過額が増加し、2012年トータルでは流入超となった。2012年の対日直接投資は2年振りに流入超となった。新規の投資を指す「株主資本」も流入超となったが、2007～2010年に比べて欧米からの投資が減少していることから、低水準のまま推移している。
- 海外投資家の売買と株価は長期的なトレンドとして正の相関関係がある。海外投資家は他の投資主体よりも投資期間が短い傾向があり、その時々イベントに左右され、投資資金が流出入しやすくなる可能性もあろう。また、海外投資家は先物売買でも大きなシェアを占めており、先物売買を通じて現物相場にも影響を与えている。
- 短期投資家の存在は流動性の提供という点で、日本の株式市場において重要な役割を果たしているものの、株式市場に極端に影響しないよう、海外投資家の中でも幅広い地域（欧米に加え、アジア）や、長期投資を行いうる投資主体（年金、政府系ファンド）からの証券投資の増加が望まれる。
- また、長期的なリスクマネーの供給という観点から、対日直接投資の増加も望まれよう。特に、相対的に少ないアジアから直接投資の増加が期待される。今後も対日直接投資を促進する政策の継続が望まれよう。

1. 2012年の対日株式投資、対日直接投資ともに流入超

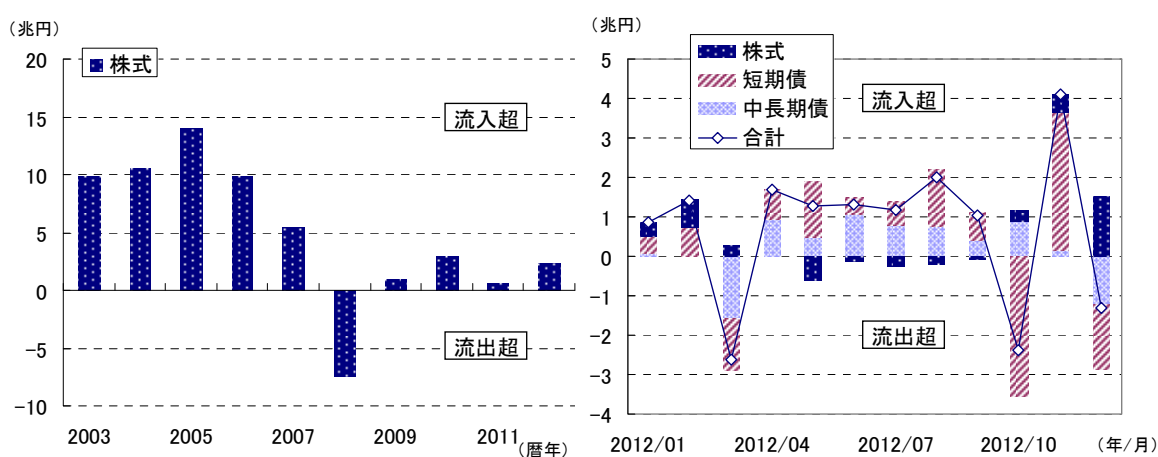
対日株式投資は4月～9月に継続的に流出するも、10月以降流入額が短期間で急増

海外から日本への投資は、主に①資金運用を目的とした対内証券投資と、②投資先企業への経営参加等を目的とした対内直接投資に分けられる。本稿では特に株式に注目して分析を行う（なお、対内証券投資の内、株式への投資を「対日株式投資」とし、対内直接投資に関しては「対日直接投資」とする）。

2012年の対日株式投資は、2.4兆円と2011年に比べて純流入額¹が増加した（図表1、左図）。リーマン・ショック以降で見れば、2010年に次ぐ純流入額の大きさである。月別にみると、流入超であったのは1月～3月、10月～12月であるが、これは2月に日本銀行による金融緩和（バレンタイン緩和）が行われたことや、11月以降の「安倍相場²」の影響が大きい（図表1、右図）。いずれも海外の株式相場が堅調に推移していた時期でもあり、株式市場への資金流入が進んだ。

しかし、流入超とはいえ、日本株式の処分も相応に行われたことから、純流入額は対取引額³で見ると少ない。2012年の取引額は2005年や2010年と近い水準であったが、2012年の純流入額はこれらの年と比べて小さい。純流入額が小さくなった要因としては、4月以降のギリシャ危機再燃等を背景とした世界的なリスク・オフによる株式投資の減少が挙げられる。4月～9月はリーマン・ショック以来となる6か月間連続の流出超となり、債券等への投資が増えた（債券投資については、3、10、12月に流出超となった一方で、4月～9月にかけては流入超となり、株式投資とほぼ逆の動きをしている）。

図表1 対日株式投資の（フロー、暦年）（左図）、証券投資の内訳（フロー、月次）（右図）



（注）株式に証券貸借取引は含まない。

（出所）財務省、日本銀行より大和総研作成

¹ 純流入額＝海外投資家による日本株式の取得（流入）－海外投資家による日本株式の処分（流出）。

² 安倍自民党総裁が衆議院選挙後の政権交代をみすえ、金融緩和に対して積極的な発言を行ったことから、円安・株高が起きた。

³ 取引額は、海外投資家による日本株式の取得（流入）と海外投資家による日本株式の処分（流出）の合計。

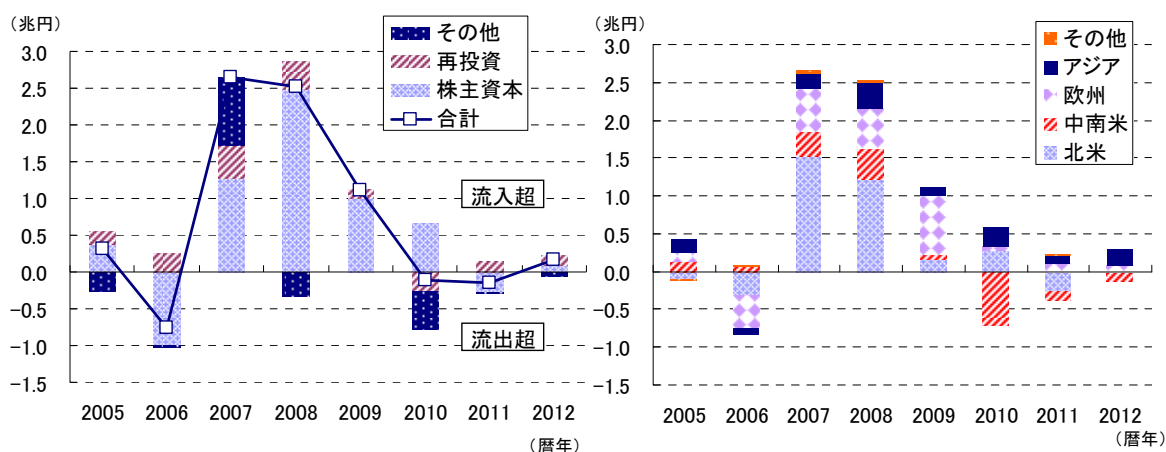
対日直接投資は流入超となるも、「株主資本」ははまだ低水準

2012年の対日直接投資は1,677億円の流入超であり、新規の投資を示す「株主資本」は1,009億円の流入超となった（図表2、左図）。直接投資は投資先の企業経営への参加等を目的としたものであり、資産運用としての証券投資と異なり、相対的に長期的な投資ともいえる。「株主資本」は2011年に比べて増加したものの、2007年～2010年に比べていまだ低水準であると言えよう。

新規の投資が近年低水準のまま推移する要因として、欧米からの投資が減少していることが挙げられる（図表2、右図）。欧州債務危機による景気悪化を背景とした欧米企業の投資余力の減少が要因として考えられよう。

欧米からの投資が減少している中で、今後対日直接投資が増加する可能性としてはアジアからの投資の増加が挙げられる。リーマン・ショック以降、欧米からの投資が減少する中でアジアからの投資は継続的に流入超となっている。また、後述するように、「日本⇒アジア」の直接投資に比べ、「アジア⇒日本」への直接投資は規模が小さいことから、今後アジアの成長に伴い、一層増加する余地があるとも言えよう。

図表2 対日直接投資の内訳（フロー）（左図）、地域別内訳（フロー）（右図）



（注）株主資本には対日直接投資受入れ企業の株主、支店の出資持分、その他資本拠出金を含み、再投資収益には直接投資受け入れ企業の未配分収益の内、直接投資家の出資比率に応じた取り分と、直接投資家に未送金の支店収益を計上。その他資本は資金貸借や株式以外の証券の売買等を示す。

（出所）財務省、日本銀行より大和総研作成

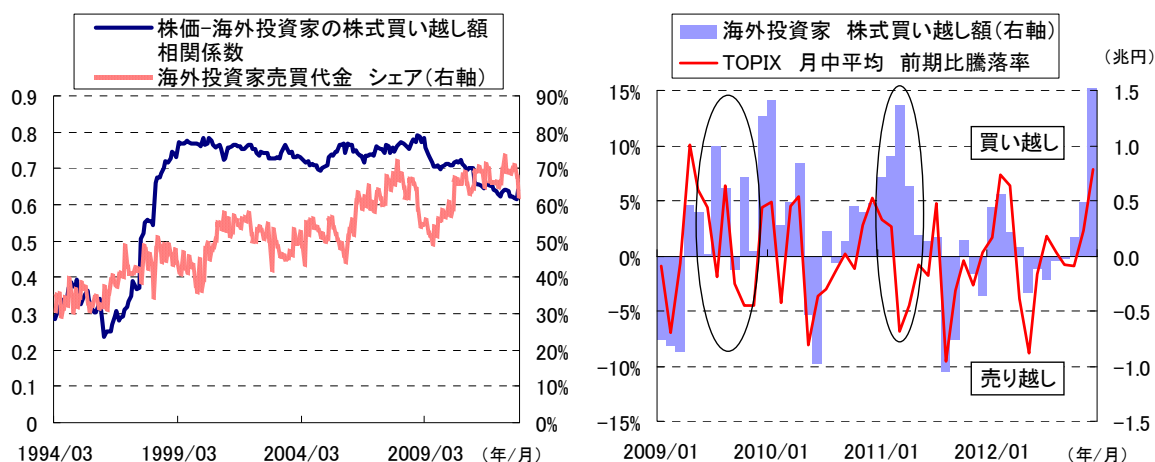
2. 海外投資家が株式市場に与える影響

2012年の海外投資家の売買と株価は正の相関関係

海外投資家の日本株投資が株式相場に与える影響は、売買代金シェアの上昇とともに上昇してきた。図表3は海外投資家の株式買い越し額とTOPIXとの相関係数であるが、90年代後半以降、売買代金のシェア上昇とともに正の相関関係を強めた（図表3、左図）。言い換えれば、日本の株式市場は海外投資家の売買動向が株価に影響しやすい構造になっていると言えよう。

なお、2009年以降、徐々に正の相関が弱まっており、2008年末の0.8弱から2011年末には0.6強となった。この背景としては、株価が下落する中でも海外投資家が買い越したことが影響したと考えられる。具体的には、2011年3月は東日本大震災でTOPIX（月中平均）が4か月連続で下落する中で、海外投資家は復興期待や日本株の割安感等を背景に継続的に買い越した（図表3、右図）。しかし、依然として売買代金のシェアは高く、海外投資家の売りが株式市場に与える影響は大きいと言えよう。

図表3 海外投資家の株式買い越し額とTOPIXの相関、海外投資家の売買代金シェア（左図）、海外投資家の株式買い越し額とTOPIX（月中平均）の前期比騰落率（右図）



(注1) 左図の売買シェアは東証1部の委託売買代金に占める海外投資家のシェア、相関係数に関しては月次東証1部の海外投資家の買い越し累積額の前期比増減率とTOPIX（月中平均）の前期比騰落率との相関係数（過去60か月）。

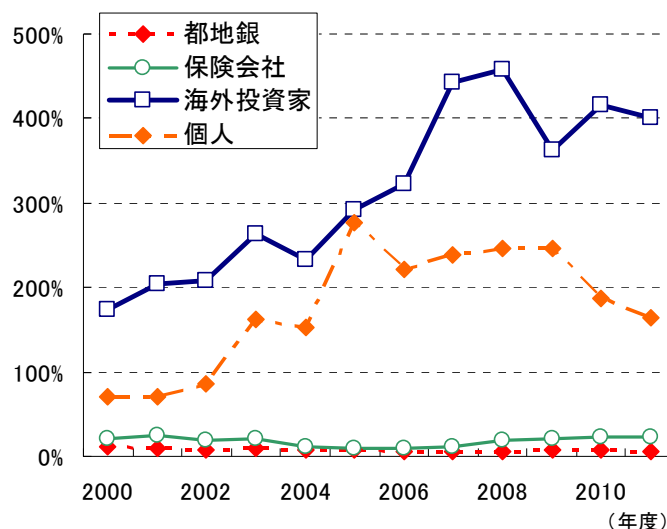
(注2) 右図の海外投資家の買い越し額は、東証1部が対象。

(出所) 東京証券取引所より大和総研作成

図表4は主体別の売買代金回転率であるが、海外投資家は他の投資主体よりも回転率が高いことから、投資期間が短い傾向にあると確認できる（図表4）。当然ながら、年金などの長期間にわたり株式を保有する投資主体も存在することから、海外投資家の中でも短期の株価変動狙いの売買を行う投資主体が投資期間の短期化を助長していると考えられよう。

投資期間の短期化は、その時々々の政治情勢や国際関係の変化といった「イベント」または、それをもとにした期待や失望といった「思惑」を背景に株価が上下動しやすくなり、企業のファンダメンタルズに基づいた株価が形成されにくくなる可能性があるだろう。このことは、前述した2012年2月の日銀による金融緩和や11月以降の「安倍相場」といったイベントを契機に買い越しが膨らみ、株価が上昇した一方で、4月以降のギリシャ危機再燃を背景としたリスク・オフに伴い売り越しに転じ、株価が下落したことから明らかであろう。

図表4 主体別売買代金回転率



(注) 東証1部、年度別。主体別売買代金回転率は主体別売買代金年度計÷主体別株式保有額(期末・前期末平均)。
 (出所) 東京証券取引所より大和総研作成

海外投資家の株式先物売買も株式相場に影響

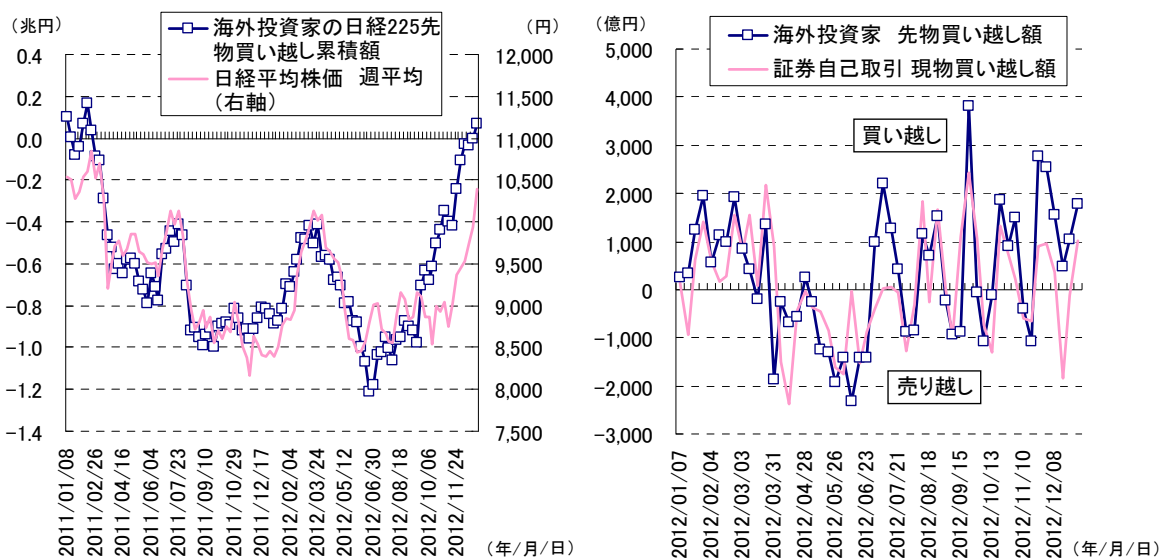
海外投資家の株価への影響は、現物売買だけでなく先物売買によってももたらされる。図表5は海外投資家の日経225先物買い越し累積額と日経平均株価を表したものであるが、連動していることが見て取れる(図表5、左図)。海外投資家の株式先物売買と株価が連動している背景としては、第一に、現物価格と先物価格の乖離を利用した裁定取引や、先物売買を用いた現物株売買のヘッジにみられるように、海外投資家の現物・先物売買が総合的に株式市場に影響を与えていることが考えられよう。

第二に、海外投資家の先物売買を証券会社が受け、証券自己がヘッジを現物市場で行うことによって、株式市場に影響が及んでいることが挙げられよう(図表5、右図)。例えば、メジャーSQ⁴の際に、先物を買って建てている海外投資家が期先物へとロール・オーバーしなければ、証券自己の現物売りを誘引し、売り圧力となる可能性もあるため、株式相場が大きく変動する要因にもなりうる。

株式先物市場の売買代金に占める海外投資家のシェアが下落しない限り、海外投資家の株式先物売買を通じた現物株式市場への影響は今後も続くだろう(図表6)。

⁴ メジャーSQとは、TOPIX先物、日経225先物の最終決済期日(3月、6月、9月、12月)を指す。

図表5 日経225先物買い越し累積額と日経平均株価の推移（左図）、海外投資家の先物買い越し額と証券自己取引の現物買い越し額

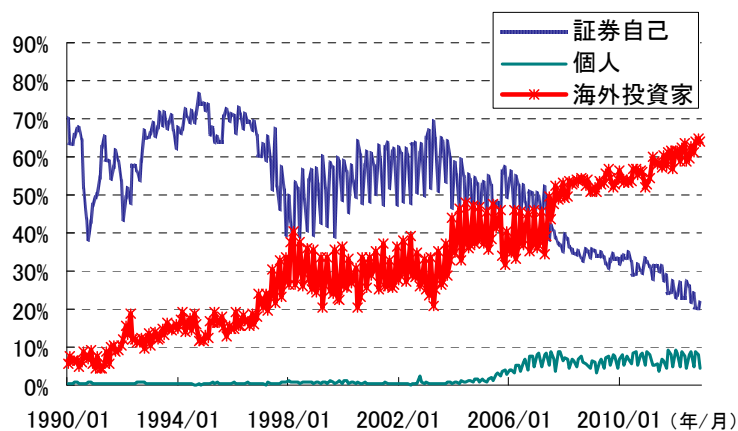


(注1) 日経225先物の買い越し累積額は、2011年1月第一週が基準時点。

(注2) 先物買い越し額はTOPIX先物と日経225先物の買い越し合計額。証券の自己取引は、3市場の自己取引買い越し額。

(出所) 東京証券取引所、大阪証券取引所より大和総研作成

図表6 株式先物における海外投資家の売買代金シェア



(注1) 売買代金シェアは、TOPIX先物と日経225先物の主体別売買代金を合算したシェア。

(注2) 法人等のシェアは、省略している。

(出所) 東京証券取引所、大阪証券取引所より大和総研作成

3. 海外投資家が日本株式市場に与える示唆

以上、海外投資家の日本株投資の特徴として、①短期投資の傾向があることと、②その現物・先物の売買が株価に影響を与えていることを述べてきた。短期投資家の存在は流動性の提供という観点では必要であるが、短期的な投資である以上、投資環境が悪化すれば資金をいち早く引き上げることも想定される。企業の成長や改革による収益の向上を実現するには長期の時間が必要なことも事実であり、長期投資を行う主体が増加するための努力が必要と言えよう。

その一つの具体例として、海外投資家の中でも幅広い国・地域、投資家からの日本株投資を増やすことが挙げられる。例えば、地域としては従来の欧米に加えアジア、主体としては年金や政府系ファンドといった、いわゆるバイ&ホールド型の長期投資家からの日本株への投資を増やすことが考えられる。例えば、ノルウェー政府年金基金は2011年末において約1.4兆円の日本株を保有しており、中国政府系ファンドと言われている OD05 SSBTOD05 Omnibus Account – Treaty Clients は2011年末において約3兆円の日本株を保有している⁵。

また、日本への長期的なリスクマネーの供給を考える際に、資産運用を目的とした投資家とは区別が必要ではあるものの、直接投資の増加を促すことも有用であろう。特に、「日本⇒アジア」に対する「アジア⇒日本」の直接投資額は、「欧州⇒アジア」に対する「アジア⇒欧州」や、「米国⇒アジア」に対する「アジア⇒米国」の直接投資よりも比率が小さい（図表7、8）。この背景の一つとしては、アジア企業がアジア域内で投資をする際に日本よりも他のアジア各国・地域（中国、シンガポール、香港等）を重視していることが挙げられよう。対日直接投資促進施策に関する調査（欧米アジアの外国企業の対日投資関心度調査報告書（平成23年度））では、欧米アジアの企業がビジネス拠点タイプ（R&D拠点、地域統括拠点等）別に最も魅力を感じる国・地域はどこかという問いを中心としたアンケート調査を行っている⁶。欧米企業は、R&D拠点や製造拠点として日本を中国に次ぐ2番目に魅力的と相対的に高く評価をしているが、アジア企業は地域統括拠点としてのみ2番目に魅力的としており、それ以外はシンガポールや香港の方が魅力的と捉えている。言い換えれば、アジア各国からの対日直接投資を増加させるためには、アジア諸国・地域の一国として日本を位置づけ、他のアジア諸国と差別化していく必要があるだろう。

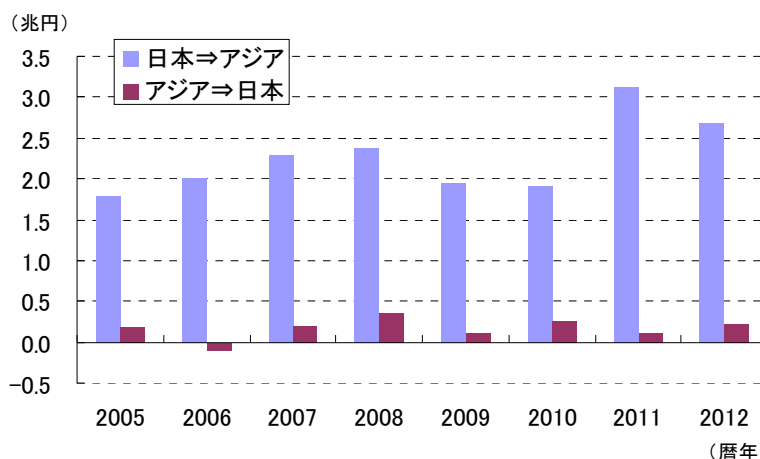
民主党政権下では、アジア拠点化・対日投資促進プログラムとして、日本をアジア地域の拠点とするために、2011年末時点の直接投資残高（17.5兆円）を2020年末までに倍増する等の具体的な目標を設定し、実際に関連法が制定・施行された。民主党から自民党へと政権交代が行われたが、本稿執筆時点において対日直接投資の促進に関する具体的な動きは見えてこない。過去の自民党政権においては、2003年や2006年、2008年に対日直接投資の増加策を打ち出していたが、今後も継続的な取り組みが望まれよう。

⁵ OD05 SSBTOD05 Omnibus Account – Treaty Clients に関しては大和総研レポート、矢作大祐、太田珠美「増加する中国の対日証券投資」 大和総研（2012年10月30日）も参照。

<http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/12103002capital-mkt.html>

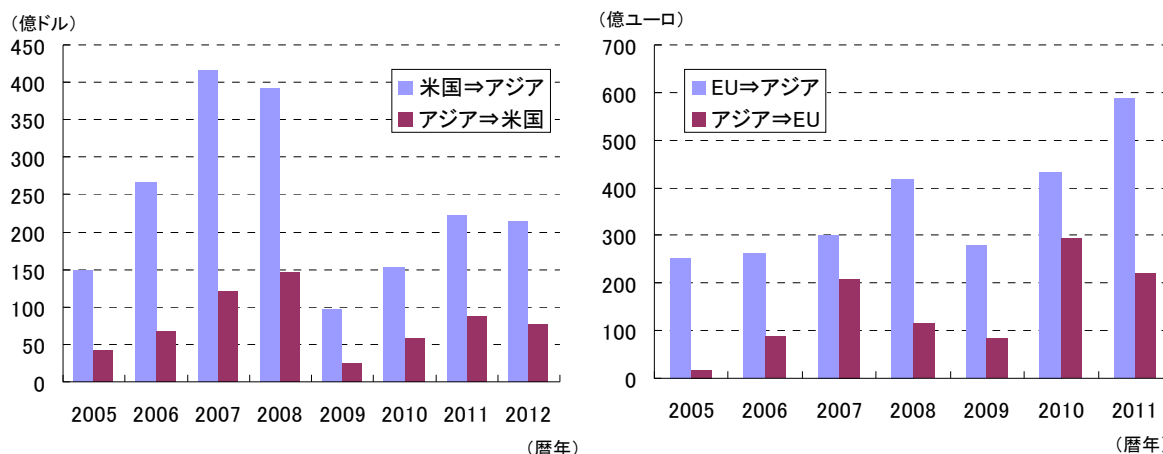
⁶ <http://www.meti.go.jp/policy/investment/pdf/2011kanshindochosa.pdf>

図表7 日本⇒アジア、アジア⇒日本の直接投資（フロー）



(注) アジアには、中国、香港、台湾、韓国、シンガポール、タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、ベトナム、インドが含まれる。

(出所) 財務省、日本銀行より大和総研作成

図表8 米国⇒アジア、アジア⇒米国の直接投資（フロー）（左図）、
欧州⇒アジア、アジア⇒欧州の直接投資（フロー）（右図）

(注1) 2012年は1月～9月の合計値。左図の米国⇒アジアにおいて、アジアは中国、香港、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、台湾、タイ、その他アジアが含まれる。また、アジア⇒米国においては、アジアは上記のアジア諸国・地域からタイを除いたものを指す。

(注2) 2012年は1月～9月の合計値。右図のアジアには、中国、香港、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、台湾、タイを含む。

(出所) EUROSTAT、米国商務省より大和総研作成