

2017年10月18日 全7頁

# 国内勢の日本株保有比率上昇のために

## 海外の退職貯蓄増加で日本株市場における海外投資家比率が上昇した

金融調査部 主任研究員 土屋 貴裕

### [要約]

- 海外投資家の日本株保有比率は一貫して上昇傾向が続いている。地域別では、北米からの投資が増え、欧州ではルクセンブルクから投資が増えている。
- 北米では投信の残高が増え、海外株式比率が上昇している。米国の経済成長ペースの鈍化を背景に IRA や 401k などの確定拠出年金などの退職貯蓄が海外志向を強めている。
- 欧州では、投信大国のルクセンブルクの保有が増えている。ルクセンブルク籍の投信の投資対象に日本株が組み入れられたとみられる。
- 国内勢では個人投資家の売買が短期化志向を強めている。市場の流動性を高めるが、長期的な経済成長の恩恵を期待する取引ではない。整備が進んだ制度貯蓄による長期資金の増加が期待される。
- 巨大な年金資産を抱えるオーストラリアの事情を見ると必ずしも海外投資家の比率が低下しているわけではない。経常収支黒字国の日本で海外へ資金が向かうのは自然であり、新しい制度貯蓄を利用した長期の資産形成が進んだとしても、国内勢の日本株保有比率が上昇するとは限らない。

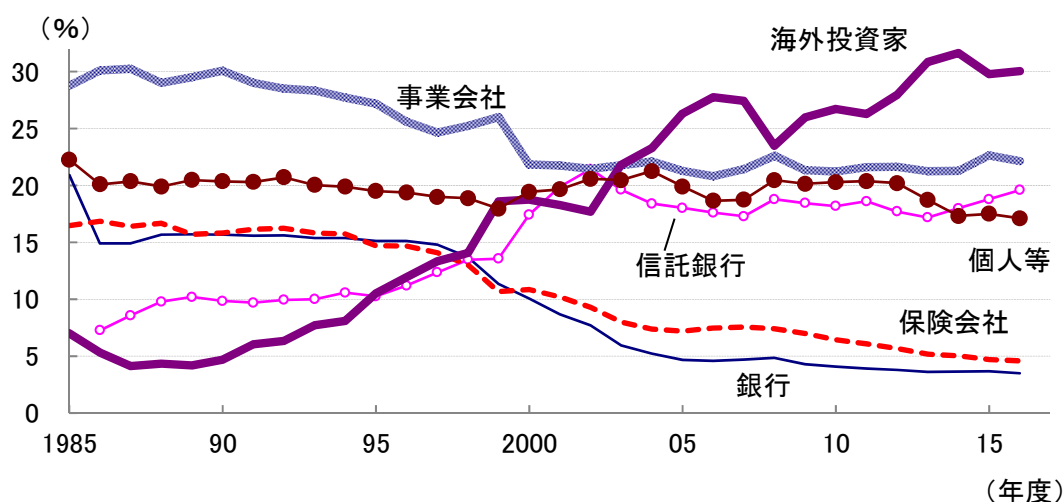
## 海外投資家比率の上昇

日本の株式市場では、委託部門における海外投資家の売買シェアが7割程度に達し、株価指数先物市場では、海外投資家のシェアはさらに高い。日常の取引における海外投資家のプレゼンスは極めて大きい。

株式の保有動向を確認すると、海外投資家の株式保有比率は2016年度末で30.1%となり、長めのトレンドでは、ほぼ一貫して上昇している（図表1）。国内投資家では、1990年代半ばから事業会社と銀行、保険の保有比率が低下しており、株式の持ち合い解消が進んだということだろう。これらの主体の株式市場における存在感は大きく後退した。信託銀行には年金資金や投信など、様々な主体が信託する株式が含まれている。近年は1980年代や90年代よりも比率は高いが横ばいに近く、足下の比率上昇は日銀のETF（上場投信）買い入れが増えたことも反映しているとみられる。また、個人投資家などの保有比率は長らく20%前後で横ばいであったが、2016年度末は17.1%で、ここ数年はやや低下している。

本稿では、こうした海外投資家の株式保有比率が上昇している背景を検討し、今後、国内投資家の比率が上昇する可能性を探る。

図表1 投資部門別株式保有比率



（注）2004年度以降はジャスダック市場を含む。

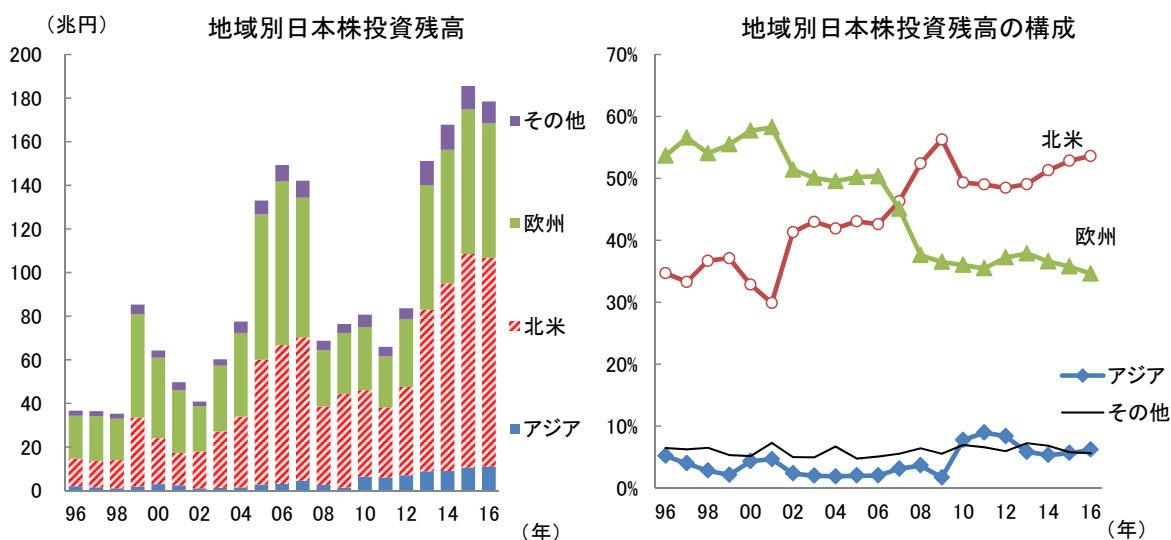
（出所）東証証券取引所より大和総研作成

海外投資家と言っても、どの国からなど具体的な投資家がわからないため、以下では、財務省・日本銀行が公表する「本邦対外資産負債残高」で日本株投資の国・地域別動向を確認する。ただし、ファンドを含めた保有者の所在国別の分類であり、最終投資家は明らかにならない。また、直接投資相当分や投資ファンド持分は含まれないが、上場株式以外の株式が含まれている。これらの留意点を踏まえ、ある程度幅を持ってみる必要がある。

地域別の海外投資家の保有残高は、株価などの価格変動を踏まえても、いずれの地域も増加傾向であった。構成比にすると、地域別で目立つのは北米であり、海外投資家の日本株投資残

高の過半は、かつては欧州から、最近では北米からの投資が占めている（図表 2 右）。北米の投資残高のうち、9 割以上が米国であり、事実上、米国からの投資が増えている。

図表 2 海外地域別日本株投資の残高と構成比



(注) 2003 年以前の欧州は西欧。

(出所) 財務省・日本銀行より大和総研作成

## 北米からの日本株投資

米国では投信の規模が拡大を続け、アロケーションにおいて海外株式比率が上昇していることが、日本株投資増加の要因の一つと考えられる。米国の投信残高の半分以上を IRA（個人退職口座）や 401k に代表される確定拠出年金などの退職貯蓄が占めている。米国家計が保有する退職貯蓄は約 25 兆ドルで、家計金融資産の 3 分の 1 程度であり、こうした退職貯蓄が海外志向を強めているとみられる<sup>1</sup>。

退職貯蓄の半分程度は投信で構成されており、米国の投信の資産構成では、1990 年代前半までは、大まかに国内（米国）株式半分、債券半分であった。2000 年前後から徐々に世界株式の比率が上昇している（図表 3 左）。ハイブリッド型の内訳はわからないが、それなりに海外株式も含まれているだろう。米国が世界一の経済大国であることは変わらないが、経済成長のペースは徐々に鈍化し、特に 2000 年代以降は中国などの新興国の台頭が著しく、世界経済に占める米国の構成比は低下した。経済成長の成果を得るため、国内株式だけではなく海外へ投資対象を拡大したのは必然だったと言える。2000 年代に入って、本格的に国際分散投資を始めたということだろう。

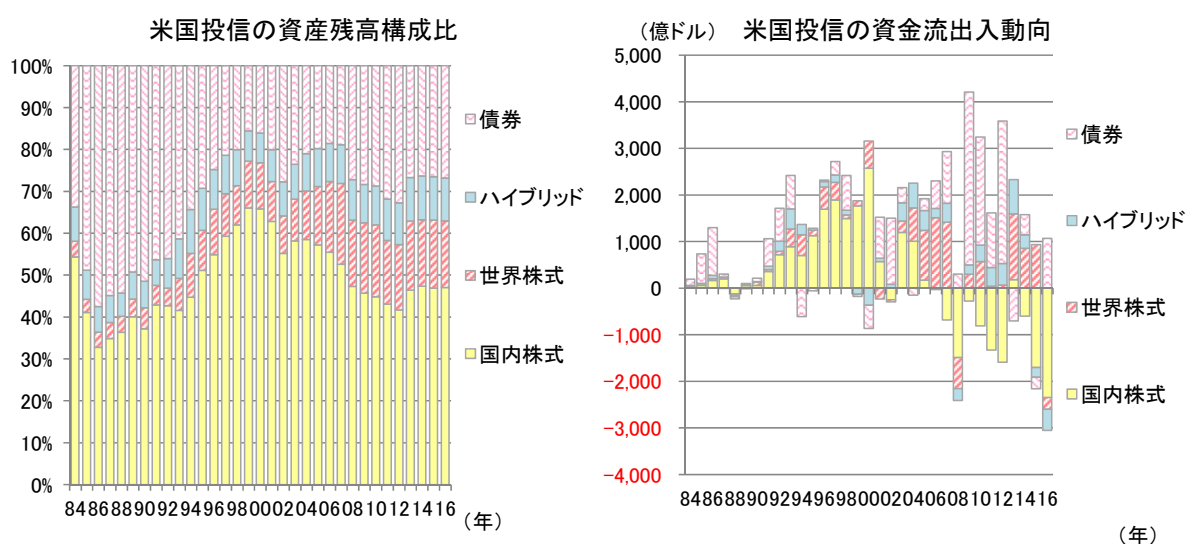
ここ数年は資産の構成比の変化は小さい。米国の株価は上昇し、国内株式を売り越している

<sup>1</sup> 大和総研金融調査部 佐川あぐり・土屋貴裕「米国投信市場における退職貯蓄制度の役割」（2017 年 9 月 5 日、大和総研レポート）参照。 [http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170905\\_012271.html](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170905_012271.html)

状況（図表 3 右）からは、株価上昇分を売却するリバランス取引が行われている様子である。グローバルな経済状況に変化がなければ、退職貯蓄の資金は価格が下がった地域に手厚く配分される可能性がある。経済成長が続けば、事後的に「安く買った」ことになるだろう。価格上昇時は高値で売却し、退職後の資金が確保されることになる。退職後に向けた長期資金ならではの投資行動と言え、株価変動のボラティリティを低下させる。つまり株式市場のリスクを相対的に低減させることになる。

米国の退職貯蓄の残高は 2000 年頃の 11 兆ドル強から 2016 年にかけて 2 倍以上に増え、退職貯蓄の増加と海外株式アロケーション比率の上昇で、日本株にも資金が向かったと考えられる。1990 年代まで国際分散投資が進んでいなかったとみられ、日本株をアンダーウェイトにしていたとしても、一定額はポートフォリオに組み込まれていったのではないだろうか。

図表 3 米国投信の資産構成比と資金流出入動向



(注) MMF を除く。

(出所) ICI、Haver Analytics より大和総研作成

## 欧州からの日本株投資

欧州のうち、国別で残高の増加、構成比の上昇が目立っているのはベルギー・ルクセンブルクである（図表 4）。ルクセンブルクは欧州のファンドの一大拠点であり、国際投資信託協会によると、世界の投資信託残高<sup>2</sup>は、ルクセンブルクは米国に次ぐ 2 位で、4.5 兆ドルと日本のおよそ 3 倍である（2017 年 6 月末）。もとよりルクセンブルク国内の資金ではなく、欧州のファンドパスポート制度<sup>3</sup>などを利用して、各国の資金を集めた投信が増えているとみられる。最終投

<sup>2</sup> オープンエンド投信で、ミューチュアルファンド、上場投信、機関投資家向けファンドを含む。

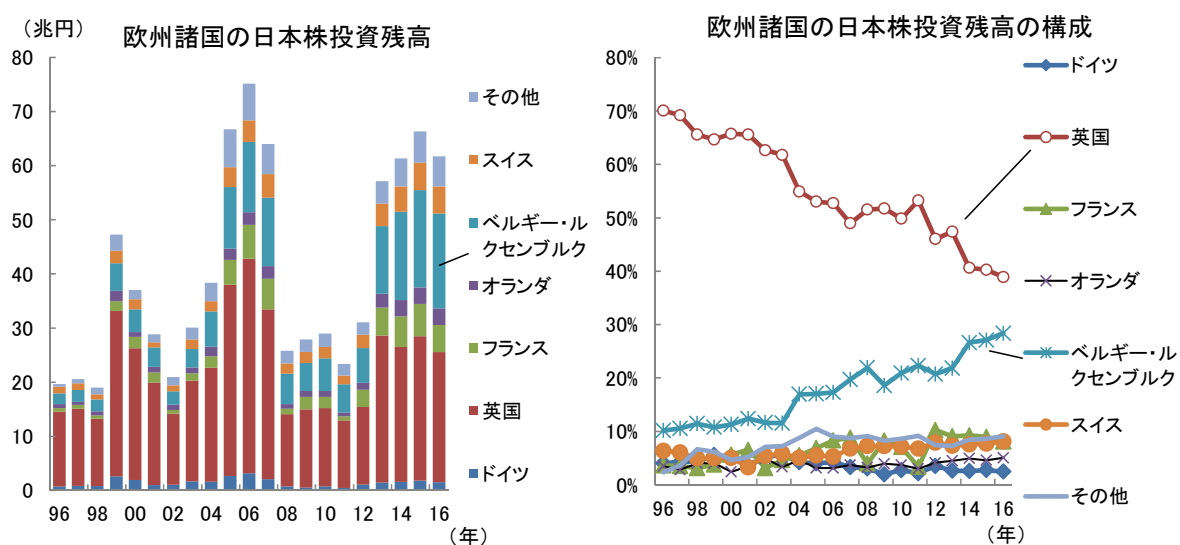
<sup>3</sup> 欧州委員会の UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) 指令に基づいて、ある加盟国でライセンスが付与されたファンドは他の加盟国でも販売可能となる。UCITS 指令では、情報開示や投資規制で個人投資家を保護し、透明性と流動性が確保されている。

資家はアジアなどの投資家である可能性もある。

伝統的に国際分散投資を行ってきた欧州で、ルクセンブルク国籍の投信がグローバル展開し、投資対象に日本株も含まれている、ということであろう。

一方、海外投資家の売買代金回転率は上昇し、短期売買が増えていることが示唆されるが（後掲図表 5）、海外投資家の地域別売買動向では、欧州の投資家のシェアが上昇し、圧倒的に高い。投信であれば高頻度取引にはなじまないことから、英国が短期売買の拠点になっている可能性がある。今後は英国の EU 離脱で、運用の拠点が移転すると、ルクセンブルクやアイルランドからの投資が増える可能性もある。

図表 4 欧州諸国の日本株投資残高と構成比



(出所) 財務省・日本銀行より大和総研作成

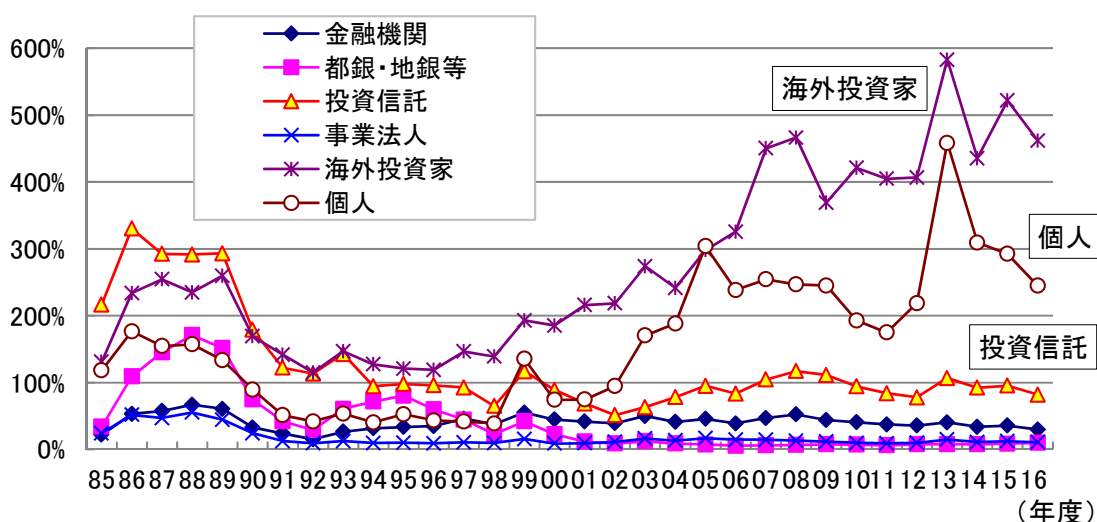
## 国内勢の長期投資は増えるか

日本の株式市場において、保有比率と売買シェアが高まった海外投資家の存在感が増し、北米、欧州ともに投信など長めの投資資金も増えているようだ。日本市場におけるガバナンス構造が改善し、割安な銘柄が長期保有の対象になった可能性もある。また、長期的な円高トレンドがあり、長期債などの円建て資産全般で海外投資家の比率が上昇する傾向にあるように、外国為替でのリターンを意図している側面もあろう。

国内勢では、個人の売買代金回転率は大幅に上昇し、個人投資家は短期化志向を強めている（図表 5）。取引回数の増加は、市場の流動性を高めるが、長期的な経済成長の恩恵を期待する取引ではない。公的年金への制度不信が報じられるもとの、私的年金が公的年金を補完して老後資金の形成に寄与できることが望ましく、整備が進んだ制度貯蓄による長期投資の増加が、長期的な経済成長の成果を受け取る手段になることが期待される。

日本でも iDeCo（個人型確定拠出年金）や NISA（少額投資非課税制度）など、証券貯蓄の選択肢が増えてきたが、NISA 口座数の増加ペースは鈍り始めている。期間限定ということもあろうが、新たに始まるつみたて NISA を含めて、個人投資家層の裾野が広がるかどうか、正念場を迎えつつあるのではないだろうか。

図表 5 主な投資部門別売買代金回転率



(注) 売買代金年度計÷期末・前期末平均保有額。2005年度以降はジャスダック市場含む。

(出所) 東京証券取引所より大和総研作成

長期的な投資資金が増えたとしても、国内勢の日本株保有比率が上昇するとは限らない（年金信託や投資信託という形で保有が増えて、個人の保有が増えないという統計上の話題を除く）。

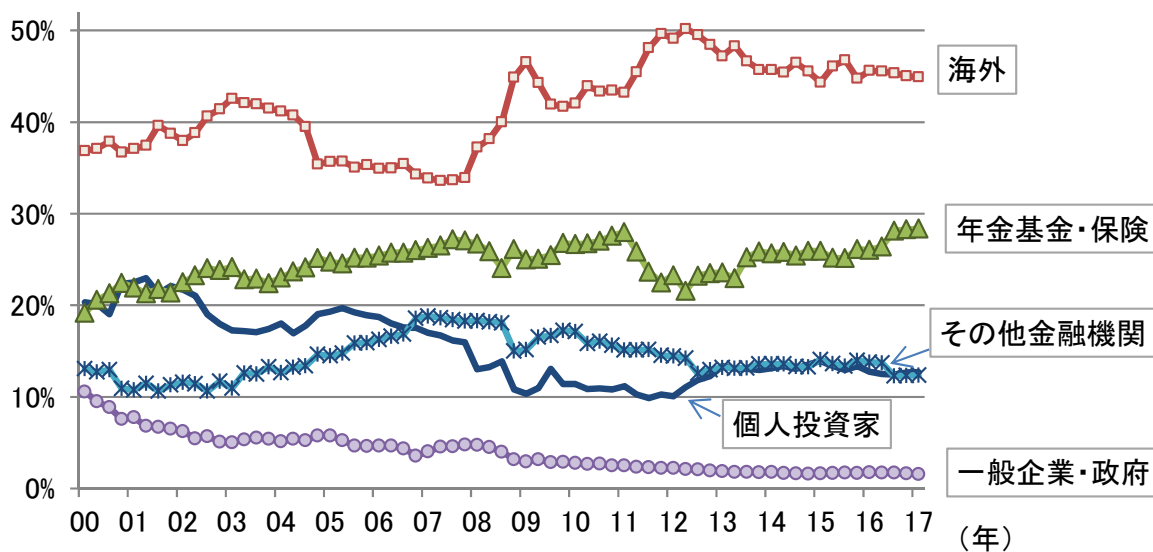
例えば、巨大な年金資産を抱えるオーストラリアでは、確定拠出型の年金制度であるスーパーアニュエーションは、2017年6月時点で2.3兆豪ドルと、同国の名目GDP（1.8兆豪ドル）の1.3倍の規模に達している。2000年頃は0.4兆豪ドルほどでGDPの0.6倍であった。当時と比べて株式保有の構成比において、年金基金・保険の比率も海外投資家の比率も共に上昇している。年金基金・保険が徐々に増加傾向だが、海外投資家の保有比率は4-5割程度で推移し、顕著に低下しているわけではない（図表6）。なお、日本の名目GDPを1.3倍すると約700兆円になるが、日本の年金資産の規模は公的年金と私的年金を合わせて370兆円程度である。

スーパーアニュエーションの資産構成のうち、国内株式がおよそ3割を占める最大項目であり、ここ数年の構成比は20%台の後半で推移し、預貯金や海外資産、不動産などに分散して投資されている。オーストラリアは経常収支の赤字国で、海外からの資金流入を必要とするが、同国の国債保有者の構成は半分以上が海外投資家である。財政赤字のファイナンスは海外投資家に任せ、年金を経由した資金は、内外の株式投資に向かっているのである。およそ26年にわたって経済成長を続ける豪州経済と、海外の経済成長の両方の果実を得ていると言えよう。

経常収支黒字国の日本で資金が海外へ向かうのは自然であり、老後資金の確保に寄与するリターンの確保が優先されるべきであろう。新しい制度貯蓄を利用した長期の資産形成が進んだ

としても、国内勢の日本株保有比率が上昇するとは限らないということになる。すなわち、リターンを確保するためには、資産を運用する対象の長期的な成長が重要である。海外に成長機会があれば、資金は海外に向かうことになろう。資金を調達する側が投資機会を提供する、いわゆる成長戦略がマクロでもミクロでも求められることになる。長期資金の増加と同時に、日本で投資をする機会が増えれば、国内勢の日本株保有比率は必然的に上昇するだろう。

図表6 豪州株の保有者別株式保有動向



(出所) ABS より大和総研作成

— 以上 —