

# 日本の国債流通市場（現物）における 外国人投資家の現状

勝 田 佳 裕

（受付 2013年 10月 30日）

## 1. はじめに

日本の株式市場における外国人投資家のシェアは、売買・保有ともに高い水準に達している。日本の公社債流通市場は実質的には国債流通市場であるが、日本の国債流通市場において従来外国人投資家のシェアは低いとされてきた。日本の国債流通市場における外国人投資家のシェアが低いという従来の構造が劇的に変化したわけではないが、2000年代後半に入り、漸次的にせよ日本の国債流通市場における外国人投資家のシェアが高まってきた。

2007年の夏に発生したパリバ・ショックや2008年9月に発生したリーマン・ショック以降、日本の株価は低下している。日本の株価が低下する局面において、外国人投資家は日本の株式を売り越し、日本の国債を買い越すという売買行動をみせている。そのようなことから、日本の国債流通市場における外国人投資家の存在に注目が集まり、外国人投資家の売買行動が日本の国債流通市場に多大な影響を及ぼすのではないかという指摘がなされるようになってきている。特に、2012年12月に安倍晋三氏が新しく内閣総理大臣となり、2013年3月に黒田東彦氏が新しく日本銀行総裁となって以降、「量的・質的金融緩和」政策の導入から金利の上昇（国債価格の下落）を見越した外国人投資家による日本国債売りが始まり日本の国債価格が下落するのではないかという、日本の国債市場の先行きを心配する声も一部ではあるが聞かれるようになってきている。

我が国は現在、多額の国債残高を抱えている。国債の安定消化のために、国債管理政策が重要となる。須藤時仁氏によれば、国債管理政策の主目的は、ファイナンスコストの最小化とリスクの抑制である<sup>1)</sup>。ファイナンスコストの最小化とリスクの抑制を図るためには、幅広い投資家が日本国債を保有することにより、国債の安定消化を進めることが重要な課題である。我が国の国債保有構造は、一般的に、銀行等の金融機関の保有割合が高いと言われている。そのような事実から、仮に市場の状況が変化した場合、市場参加者の取引が一方向に流れがちな傾向にあるという指摘がある。そこで財務省は、長期安定的な投資家である保険会社・年金基金等や、銀行等の金融機関と売買行動が異なる個人や外国人投資家による国債保有の促進に取り組み、国債の保有者層の多様化を図っている<sup>2)</sup>。

本稿は、上述した点を踏まえ、日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家と国内主要投資家の売買動向の類似点及び相違点をデータ面から検討し、日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の現状を把握することを目的とする。本稿では、主要投資家という用語を使用する場合、都市銀行、地方銀行、信託銀行、生損保、投資信託、外国人投資家を指すものとする。また、国内主要投資家という用語を使用する場合、外国人投資家以外の主要投資家、すなわち、都市銀行、地方銀行、信託銀行、生損保、投資信託を指すものとする。

本稿の構成は次の通りである。まず、先行研究について述べる。その上で、本稿の位置付けを確認し、使用するデータと注意点についても確認する。次に、日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家と国内主要投資家の売買動向をデータ面から検討する。具体的には、外国人投資家の日本国債売付額、日本国債買付額、日本国債買越額、売買シェアを概観する。その後、日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家と国内主要投資家の売買動向を国債の発行年限別に年次でみる。国債といっても、

---

1) 須藤時仁『国債管理政策の新展開』、日本経済評論社、2007年8月

2) 財務省理財局『債務管理レポート2011』、25頁

勝田：日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の現状

超長期利付国債から国庫短期証券まで様々である。国債の発行年限別に外国人投資家と国内主要投資家の売買動向を年次で比較し、発行年限別の国債流通市場（現物）において外国人投資家に特有な売買行動がみられるかどうかを確認する。外国人投資家と国内主要投資家の直近の売買動向については、月次でも比較する。最後に、日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の売買動向と為替レートとの間に関係性がみられるかどうかについて、若干の数量分析を行う。

## 2. 先行研究と本稿の位置付け

日本の国債市場における研究において、日本国債の保有構造に関する研究は比較的多くなされているように思われる。代田（2005）と森山（2008）は、我が国の公的部門による国債保有について分析している<sup>3)</sup>。中島（2009）は、外国人投資家による日本国債の保有に特に焦点を当てているというわけではないが、海外部門による日本国債の保有について言及しており、海外部門による日本国債の保有が2004年第4四半期から増加に転じた理由を、①日本国債に対する信用の回復、②非居住者が保有する国債利子に係わる税制度が変更されたからであるとしている<sup>4)</sup>。しかしながら、本稿の問題意識に直接的に関係した研究、すなわち、日本の国債流通市場における外国人投資家（外国人投資家による日本国債の売買）に焦点を当てた研究は、筆者の知る限りではあまりなされていないように思われる。ここでは、次の2つを先行研究として挙げたいと思う。

- 
- 3) 代田 純「財政投融资改革と公的部門の国債保有」、『証券経済研究』第52号、日本証券経済研究所、2005年12月、103-120頁及び、森山茂樹「わが国の公的部門における国債保有の現状について—財政投融资と日本銀行による国債買入を中心に」、『信州大学経済学論集』第57号、2008年1月、1-13頁
- 4) 中島将隆「変貌する日本の国債保有構造」、『証券経済研究』第65号、日本証券経済研究所、2009年3月、16-18頁参照

第 1 に、代田・勝田（2008）である<sup>5)</sup>。代田・勝田（2008）は、2004年 4 月から2008年 7 月までの日本の国債流通市場（主に現物）における外国人投資家の売買動向を分析している。同論文は、日本の株式市場及び国債流通市場（主に現物）における外国人投資家の売買動向を比較し、外国人投資家が2007年後半に日本株式を売り越していた一方で、日本国債は大幅に買い越していたという事実を指摘している。また、外国人投資家による国庫短期証券の売買動向と為替レート及び国庫短期証券の利回りとの相関関係を分析し、外国人投資家による国庫短期証券の売買動向と為替レートとの間に高い相関関係がみられたという事実を指摘している。さらに、外国人投資家の国債売買回転率を算出し、外国人投資家の国債売買回転率は市場平均と比べて高いという事実を指摘している。

第 2 に、岩井（2009）である<sup>6)</sup>。岩井（2009）は、2004年度から2007年度までの日本の国債流通市場における外国人投資家の売買動向を分析している。同論文は、①外国人投資家が日本の国債流通市場の流動性や価格形成に影響力をもつようになっていること、②先物等の流通市場における外国人投資家の影響力は一層大きいこと、③期限の長い国債ほど外国人投資家の影響力が大きいこと、を指摘している。また、リーマン・ショック後に実際に日本の国債流通市場が混乱した事実から、外国人投資家の売買動向の変化が原因で、日本国債の流動性や価格形成が大きく変動する可能性を指摘している。さらに、外国人投資家による日本国債買越額と日本国債保有額も比較している。

これら 2 つの先行研究に共通する分析対象期間は、2004年 4 月から2008年 3 月までである。代田・勝田（2008）と岩井（2009）の両先行研究とも、2007年夏のパリバ・ショックから半年後までのデータは使用しているが、

---

5) 代田 純、勝田佳裕「国債流通市場における外国人投資家」、『証券経済研究』第64号、日本証券経済研究所、2008年12月、45-63頁

6) 岩井宣章「国債流通市場と海外投資家の投資動向」、『証券経済研究』第65号、日本証券経済研究所、2009年 3 月、19-40頁

勝田：日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の現状

2008年9月のリーマン・ショック以降のデータは使用していない。代田・勝田（2008）は2008年7月までのデータを使用しているが、2008年7月の段階ではまだリーマン・ショックは発生していなかった。岩井（2009）では、リーマン・ショック後の日本の国債流通市場の動向に関する記述はみられるが、分析に使用しているデータは2007年度までのもの、すなわち、2008年3月までのものである。本稿は、分析対象期間を2008年4月から2013年3月を中心とする。言い換えれば、本稿の分析対象期間は、リーマン・ショックから「量的・質的金融緩和」政策が導入されるまでを中心とする。岩井（2009）の指摘にもあるように、リーマン・ショック後に実際に日本の国債流通市場は混乱した。また、2013年4月4日の「量的・質的金融緩和」政策導入発表後も、日本の国債流通市場は混乱した<sup>7)</sup>。本稿の分析対象期間を、リーマン・ショックから「量的・質的金融緩和」政策が導入されるまでを中心とすることで、今後の研究を進めるにあたり、リーマン・ショック前後で日本の国債流通市場における外国人投資家の売買動向がどのように変化したのか、「量的・質的金融緩和」政策を導入する前後で日本の国債流通市場における外国人投資家の売買動向がどのように変化したのかを比較することができるようになるからである。

### 3. 使用するデータと注意点

日本証券業協会は、2004年4月から参考情報として毎月ごとの国債投資家別売買高を同協会のホームページで公表している<sup>8)</sup>。日本証券業協会が公表する国債投資家別売買高のデータは、公社債投資家別売買高のうち、国債（超長期利付、長期利付、中期利付、割引国債及び国庫短期の別）について、その売買高を取りまとめたものである。国債投資家別売買高の売付

---

7) 翁 邦雄『日本銀行』、ちくま新書、2013年7月、243-245頁及び中島将隆「長期金利の変動はなぜ生じたか」、『証研レポート』No. 1679、日本証券経済研究所（大阪研究所）、2013年8月参照

8) <http://www.jsda.or.jp/shiryō/toukei/toushika/tkbk/index.html>

額及び買付額は、現先売買を除く投資家の売付及び買付であり、会員（証券会社）の売買高及び特別会員（ディーリング業務を行っている登録金融機関（短資会社を含む。）の売買高を合算したものである。国債投資家別売買高の表中の「国庫短期証券」について、本稿では2009年2月以降はT-Billの売買額を国庫短期証券の売買額としているが、2009年1月以前については、割引短期国債と政府短期証券の売買額の合計を「国庫短期証券」として取り扱う<sup>9)</sup>。

外国人投資家の定義を述べておこう。日本証券業協会によれば、外国人とは、外国政府、外国政府機関、外国銀行、外国その他の金融機関、国際金融機関、外国年金基金、外国法人、外国個人、現地法人等すべての非居住者であるとされている。各投資家のより詳しい説明については、日本証券業協会が公表している投資家区分表を参照してもらいたい<sup>10)</sup>。

日本証券業協会が公表している投資家区分表の「債券ディーラー」の定義に、「外国証券会社を含む証券会社ディーラー」とあるが、本稿ではこの「外国証券会社を含む証券会社ディーラー」は外国人投資家には含めない。また、「債券ディーラー」について指摘しておかなければならない点がもう1つある。それは、岩井（2009）が指摘しているように、「債券ディーラー」は投資家からの売り買いの需要を一旦仕切り、その後逐次他の投資家にはめ込んでいくことが業務であるが故、その売買規模は他の業態に比し突出して大きくなる。このため海外投資家の売買規模を他の投資家と比較し、相対的位置付けを測るには総売買高から債券ディーラーの売買額を除外し

9) 政府短期証券（FB）は、食糧証券、大蔵省証券、外国為替資金証券が統合されて成立した。現在は、政府短期証券の発行根拠だけが残っている。かつて外国為替資金証券は日銀引受で発行されてきたが、財政法では国債発行、国債の日銀引受は禁じられており、外国為替資金証券を含む政府短期証券は国債ではないと位置付けられている。勝田佳裕「金融危機と国債流通市場」、代田 純編著『金融危機と証券市場の再生』、同文館出版、2010年3月、174頁参照

10) [http://www.jsda.or.jp/shiryo/toukei/toushika/files/tkb\\_3.pdf](http://www.jsda.or.jp/shiryo/toukei/toushika/files/tkb_3.pdf)

勝田：日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の現状  
た売買額に占める海外投資家の割合をみるのが望ましい<sup>11)</sup> という点で  
ある。本稿は岩井（2009）の指摘を参考にし、日本証券業協会が公表する  
国債投資家別売買高の総売買高から債券ディーラーの売買額を除外した売  
買額を投資家全体の売買額とする。

同じく日本証券業協会が公表している投資家区分表では、「その他」に日  
本銀行、政府及び政府関係機関等が含まれるとされている。そのため、「そ  
の他」の売付額と買付額は非常に大きくなる。「その他」の売付額と買付額  
が非常に大きくなる理由は次の2点である。第1に、超長期国債、長期国  
債、中期国債、国庫短期証券が公募入札により落札された場合、その額は  
「その他」の売却欄に集計されることになっているからである。第2に、  
日本銀行のオペレーションにより各種国債が落札された場合、売りオペ  
レーションの時はその落札額は「その他」の売却欄に、買いオペレーショ  
ンの時はその落札額は「その他」の買入欄にそれぞれ集計されることになっ  
ているからである。

#### 4. 日本の国債流通市場（現物）における主要投資家の売買動向

##### 4-1 外国人投資家のシェア

日本証券業協会が公表している国債投資家別売買高によれば、2008年3  
月末時点において、日本の国債流通市場（現物）における月間売買額は、  
売付額が152兆2,011億円、買付額が150兆5,028億円となっている。また、  
同時点において、日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の売  
買額は、売付額が15兆8,523億円、買付額が22兆2,137億円となっている。  
したがって、国債売付額に占める外国人投資家の売付額の割合は10.4%、  
国債買付額に占める外国人投資家の買付額の割合は14.8%である。

2013年3月末時点において、日本の国債流通市場（現物）における売買  
額、外国人投資家の売買額、売買額全体に占める外国人投資家の売買額の

---

11) 岩井宣章「国債流通市場と海外投資家の投資動向」、『証券経済研究』第65号、  
日本証券経済研究所、2009年3月、21頁

割合はどのようになっているのであろうか。同じく、日本証券業協会が公表している国債投資家別売買高によれば、2013年3月末時点において、日本の国債流通市場（現物）における月間売買額は、売付額が123兆3,624億円、買付額が126兆7,578億円となっている。同時点における外国人投資家の売買額は、売付額が8兆4,119億円、買付額が22兆1,003億円となっている。したがって、売付額に占める外国人投資家の売付額の割合は6.8%、買付額に占める外国人投資家の買付額の割合は17.4%である。2008年3月末から2013年3月までの日本の国債流通市場（現物）において、売付額に占める外国人投資家の売付額の割合は10.4%から6.8%へと低下し、買付額に占める外国人投資家の買付額の割合は14.8%から17.4%へと上昇している。

2008年3月末から2013年3月までの日本の国債流通市場（現物）において、売付額に占める外国人投資家の売付額の割合が低下し、買付額に占める外国人投資家の買付額の割合が上昇している点は興味深い。代田・勝田（2008）は、2004年4月末時点から2008年7月末時点までの日本の国債流通市場（現物）における売買額、外国人投資家の売買額、売買額全体に占める外国人投資家の売買額の割合を月次で確認し、同期間中において、売付額に占める外国人投資家の売付額の割合と買付額の割合がともに上昇傾向であると述べている。代田・勝田（2008）はリーマン・ショック前までの月次データを使用し、本稿はリーマン・ショック後の月次データも使用している。リーマン・ショック前後で、特に日本国債（現物）の売付において、外国人投資家の売買行動に変化があったということが言えるのではないかとと思われる。

#### 4-2 外国人投資家と国内主要投資家との比較（売買額、年次）

図表1は、2004年4月から2013年3月までにおける主要投資家別の国債（現物）売買高と売買割合を年次でみたものである。前述したように、本稿でいう主要投資家とは、都市銀行、地方銀行、信託銀行、生損保、投資信託、外国人投資家を指す。国内主要投資家とは、外国人投資家以外の主

勝田：日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の現状

要投資家，すなわち，都市銀行，地方銀行，信託銀行，生損保，投資信託を指す。以下では，図表1から言えることを，国債全体，超長期利付国債，

図表1 国債（現物）の主要投資家別売買額と売買割合（年次）

1. 国債全体 (単位：兆円，%)

	都市銀行	地方銀行	信託銀行	生損保	投資信託	外国人	その他	投資家全体 (債券ディーラーを除く)
2004年度	257.3(19.9)	24.4(1.9)	166.4(12.9)	30.0(2.3)	28.3(2.2)	181.1(14.0)	470.0(36.4)	1,290.2
2005年度	226.6(18.5)	22.4(1.8)	174.7(14.2)	27.8(2.3)	28.8(2.3)	205.2(16.7)	417.9(34.1)	1,226.9
2006年度	173.2(13.6)	19.9(1.6)	187.6(14.7)	30.3(2.4)	31.0(2.4)	247.3(19.3)	452.6(35.4)	1,278.4
2007年度	246.2(16.9)	29.2(2.0)	216.5(14.9)	32.3(2.2)	29.6(2.0)	301.5(20.7)	442.5(30.4)	1,455.6
2008年度	281.3(19.3)	30.5(2.1)	183.8(12.6)	40.2(2.8)	27.3(1.9)	287.6(19.7)	450.9(30.9)	1,460.0
2009年度	286.7(18.4)	37.9(2.4)	223.6(14.3)	32.4(2.1)	26.7(1.7)	267.5(17.1)	527.3(33.8)	1,561.4
2010年度	285.1(17.9)	41.6(2.6)	235.1(14.7)	37.1(2.3)	26.6(1.7)	310.1(19.4)	493.6(30.9)	1,596.2
2011年度	459.1(25.1)	51.8(2.8)	233.9(12.8)	41.2(2.3)	26.7(1.5)	368.4(20.1)	517.7(28.3)	1,831.4
2012年度	396.6(22.3)	49.7(2.8)	211.7(11.9)	44.3(2.5)	29.0(1.6)	340.6(19.2)	582.2(32.8)	1,775.8

2. 超長期利付国債

	都市銀行	地方銀行	信託銀行	生損保	投資信託	外国人	その他	投資家全体 (債券ディーラーを除く)
2004年度	19.8(20.8)	5.1(5.4)	14.6(15.3)	6.5(6.8)	0.4(0.4)	19.8(20.8)	15.8(16.6)	95.3
2005年度	11.5(11.5)	3.9(3.9)	16.5(16.4)	6.4(6.4)	0.5(0.5)	26.5(26.4)	20.9(20.8)	100.3
2006年度	11.1(10.3)	2.4(2.2)	17.1(15.8)	5.6(5.2)	0.5(0.5)	29.6(27.5)	25.4(23.6)	107.7
2007年度	8.0(8.0)	2.3(2.3)	18.3(18.3)	7.2(7.2)	0.7(0.7)	34.1(34.1)	22.1(22.1)	100.0
2008年度	4.4(4.9)	1.7(1.9)	18.4(20.8)	14.6(16.5)	0.8(0.9)	18.3(20.7)	23.6(26.6)	88.6
2009年度	4.5(5.1)	2.4(2.7)	18.4(20.7)	11.1(12.5)	0.7(0.8)	12.5(14.1)	30.1(33.9)	88.7
2010年度	10.1(8.6)	3.1(2.6)	21.5(18.2)	17.5(14.8)	1.0(0.8)	16.7(14.2)	31.7(26.9)	117.8
2011年度	15.7(12.5)	2.9(2.3)	18.1(14.4)	21.4(17.1)	1.1(0.9)	18.5(14.7)	33.8(26.9)	125.7
2012年度	11.5(8.2)	4.7(3.4)	24.4(17.4)	22.3(16.0)	1.6(1.2)	23.5(16.8)	33.6(24.1)	139.7

3. 長期利付国債

	都市銀行	地方銀行	信託銀行	生損保	投資信託	外国人	その他	投資家全体 (債券ディーラーを除く)
2004年度	32.5(13.9)	7.0(3.0)	63.6(27.2)	14.0(6.0)	2.7(1.1)	68.4(29.3)	15.3(6.5)	234.0
2005年度	31.2(12.4)	9.4(3.7)	65.9(26.1)	12.9(5.1)	2.8(1.1)	79.6(31.6)	21.3(8.5)	251.9
2006年度	27.1(10.5)	7.7(3.0)	67.9(26.3)	12.1(4.7)	2.6(1.0)	73.1(28.3)	46.1(17.8)	258.4
2007年度	55.2(16.9)	12.7(3.9)	86.9(26.6)	11.8(3.6)	3.4(1.0)	87.7(26.8)	44.2(13.5)	327.1
2008年度	41.4(14.5)	14.0(4.9)	66.9(23.5)	11.9(4.2)	4.1(1.4)	70.4(24.7)	44.5(15.6)	284.9
2009年度	55.8(19.8)	21.1(7.5)	65.8(23.4)	7.1(2.5)	3.5(1.2)	44.3(15.7)	49.5(17.6)	281.8
2010年度	59.1(18.6)	25.5(8.0)	75.0(23.6)	10.1(3.2)	3.1(1.0)	56.2(17.7)	53.0(16.7)	317.9
2011年度	51.5(16.4)	31.6(10.1)	68.1(21.7)	9.5(3.0)	2.8(0.9)	63.3(20.2)	48.8(15.6)	313.7
2012年度	67.0(20.9)	33.6(10.5)	60.1(18.8)	10.0(3.1)	2.9(0.9)	59.8(18.7)	52.2(16.3)	320.3

修道商学 第 54 卷 第 2 号

4. 中期利付国債

	都市銀行	地方銀行	信託銀行	生損保	投資信託	外国人	その他	投資家全体 (債券ディーラーを除く)
2004年度	93.6(32.9)	8.4(3.0)	40.3(14.2)	4.9(1.7)	1.5(0.5)	48.0(16.9)	62.7(22.0)	284.6
2005年度	83.9(26.9)	8.2(2.6)	53.1(17.0)	4.5(1.4)	1.8(0.6)	65.0(20.8)	68.5(22.0)	312.2
2006年度	54.2(17.3)	7.7(2.5)	58.5(18.7)	4.7(1.5)	2.4(0.8)	86.3(27.6)	75.6(24.2)	312.6
2007年度	66.1(19.1)	9.0(2.6)	68.6(19.8)	5.0(1.4)	3.1(0.9)	90.3(26.1)	78.0(22.5)	346.2
2008年度	120.7(35.8)	9.5(2.8)	57.0(16.9)	5.6(1.7)	4.3(1.3)	48.1(14.3)	65.7(19.5)	336.8
2009年度	135.5(39.2)	8.9(2.6)	60.3(17.5)	3.7(1.1)	2.8(0.8)	43.7(12.7)	71.5(20.7)	345.1
2010年度	134.2(36.2)	8.0(2.2)	58.4(15.7)	3.8(1.0)	3.4(0.9)	60.6(16.3)	75.2(20.3)	371.1
2011年度	264.2(50.3)	16.2(3.1)	58.5(11.1)	4.4(0.8)	3.6(0.7)	80.9(15.4)	74.2(14.1)	525.3
2012年度	242.5(53.6)	10.0(2.2)	44.1( 9.8)	4.6(1.0)	3.2(0.7)	48.9(10.8)	85.0(18.8)	451.9

5. 国庫短期証券

	都市銀行	地方銀行	信託銀行	生損保	投資信託	外国人	その他	投資家全体 (債券ディーラーを除く)
2004年度	111.4(16.5)	3.8(0.6)	47.8( 7.1)	4.6(0.7)	23.8(3.5)	44.9( 6.6)	376.2(55.6)	676.2
2005年度	100.0(17.8)	0.9(0.2)	39.3( 7.0)	4.0(0.7)	23.7(4.2)	34.2( 6.1)	307.2(54.6)	562.4
2006年度	80.8(13.5)	2.1(0.3)	44.1( 7.4)	7.9(1.3)	25.5(4.2)	58.2( 9.7)	305.4(50.9)	599.5
2007年度	116.9(17.1)	5.2(0.8)	42.7( 6.3)	8.3(1.2)	22.3(3.3)	89.3(13.1)	298.2(43.7)	682.3
2008年度	114.9(15.3)	5.3(0.7)	41.5( 5.5)	8.0(1.1)	18.1(2.4)	150.8(20.1)	317.2(42.3)	749.5
2009年度	91.0(10.8)	5.6(0.7)	79.1( 9.4)	10.4(1.2)	19.6(2.3)	166.9(19.7)	376.2(44.5)	845.5
2010年度	81.6(10.3)	4.9(0.6)	80.2(10.2)	5.7(0.7)	19.1(2.4)	176.6(22.4)	333.7(42.3)	789.3
2011年度	127.7(14.7)	1.1(0.1)	89.1(10.3)	5.8(0.7)	19.2(2.2)	205.7(23.7)	360.9(41.7)	866.5
2012年度	75.6( 8.8)	1.4(0.2)	83.2( 9.6)	7.3(0.9)	21.3(2.5)	208.3(24.1)	411.4(47.6)	863.8

注：各投資家の売買額は、売付額と買付額の合計。  
 投資家全体の売買額は、主要投資家以外の投資家の売買分を含む。ただし、債券ディーラーの売買分を除く。  
 ( ) は、投資家全体に占める割合。  
 出所：日本証券業協会

長期利付国債，中期利付国債，国庫短期証券に分けて述べる。

国債全体の売買額は，2007年度以降，増加傾向にあることが読み取れる。また，投資家別にみると，都市銀行，信託銀行，外国人の売買額が多い。ただし，外国人の売買額は2007年度及び2008年度に一旦減少している。パリバ・ショックやリーマン・ショックの影響が少なからずあるのではないかとと思われる。国債全体の売買割合については，都市銀行，信託銀行，外国人の割合が高いということが読み取れる。特に，外国人の割合は15～20%で推移しており，2008年度以降，すなわちリーマン・ショック以降にも劇的な変化はみられないことが指摘できる。

勝田：日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の現状

超長期利付国債について、まず主要投資家別の超長期利付国債の売買額を確認する。超長期利付国債の売買額を投資家別にみると、都市銀行、信託銀行、生損保、外国人の売買額が多いことが読み取れる。2008年度及び2009年度における都市銀行と外国人の売買額は減少している。逆に、2008年度及び2009年度における生損保の売買額は増加している。生損保の売買額は、2007年度以降増加傾向であるように思われる。2008年度及び2009年度における都市銀行と外国人の売買額は減少していると述べたが、外国人の売買額について、2009年度以降は増加傾向にあるように思われる。次に、超長期利付国債の売買割合を確認する。超長期利付国債の売買割合については、都市銀行、信託銀行、生損保、外国人の割合が高いということが読み取れる。都市銀行の売買割合は、2008年度以前は低下傾向、2008年度以降は上昇傾向であるように思われる。信託銀行の売買割合は、2008年度以前は上昇傾向、2008年度以降は低下傾向であるように思われる。生損保の売買割合は、2008年度以降、2桁台になっている。外国人の売買割合は、2007年度の34.1%をピークに、低下傾向にあるように思われる。2008年9月のリーマン・ショック以降、日本の超長期利付国債市場における外国人投資家のプレゼンスが弱まり、生損保のプレゼンスが強まっていると言えよう。

長期利付国債について、まず長期利付国債の売買額を確認する。長期利付国債の売買額を投資家別にみると、都市銀行、地方銀行、信託銀行、生損保、外国人の売買額が多いことが読み取れる。特に、地方銀行の売買額が増加傾向にあるように思われる。外国人の売買額は、2008年度に微減し、2009年度に急減している。次に、長期利付国債の売買割合を確認する。長期利付国債の売買割合については、都市銀行、地方銀行、信託銀行、外国人の割合が高い。地方銀行の売買割合は、2011年度以降は2桁台となっている。外国人の売買割合は、2008年度以降、若干の低下傾向がみられるように思われる。また、「その他」の売買割合が低い。以上のことから、長期利付国債については、都市銀行、地方銀行、信託銀行、外国人の間での売

買が多いということが言えるのではないかと思われる。

中期利付国債について、まず中期利付国債の売買額を確認する。中期利付国債の売買額を投資家別にみると、都市銀行、地方銀行、信託銀行、外国人の売買額が多い。特に、都市銀行の売買額は増加傾向にあるように思われる。外国人の売買額は、2008年度、2009年度、2012年度に急減している。次に、中期利付国債の売買割合を確認する。中期利付国債の売買割合については、都市銀行、信託銀行、外国人の割合が高い。都市銀行の売買割合は、2008年度以降上昇傾向が強いように思われる。信託銀行と外国人の売買割合が、2008年度以降、低下傾向にあるように思われる。

国庫短期証券について、まず国庫短期証券の売買額を確認する。国庫短期証券の売買額を投資家別にみると、都市銀行、信託銀行、投資信託、外国人の売買額が多い。信託銀行と外国人の売買高が、増加傾向にあるように思われる。次に、国庫短期証券の売買割合を確認する。国庫短期証券の売買割合については、都市銀行、信託銀行、外国人の割合が高い。都市銀行の売買割合は、2008年度以降、低下傾向にあるように思われる。信託銀行の売買割合は、2008年度以降、上昇傾向にあるように思われる。外国人の売買割合が上昇傾向にあり、特に2007年以降の売買割合でそれが顕著に表れているように思われる。

外国人投資家による日本国債（現物）の売買動向について図表1から読み取れることをまとめると、次の2点となる。第1に、リーマン・ショック後に中長期国債の売買額を減少させ、国庫短期証券の売買額を増加させるという売買行動は、外国人投資家に特有の売買行動であるということが言えるのではないかということである。主要投資家別の国債（現物）売買額について、リーマン・ショック後に外国人投資家は主に中長期国債の売買額を一旦減少させているが、国庫短期証券についてはリーマン・ショック後から売買額を急増させている。リーマン・ショック後に中長期国債の売買額を減少させ、国庫短期証券の売買額を増加させるという売買行動は、他の国内主要投資家（都市銀行、地方銀行、信託銀行、生損保、投資信託）

勝田：日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の現状

にはみられない。第2に、主要投資家別の国債（現物）売買割合から、外国人投資家は引き続き日本の国債流通市場（現物）の流動性供給に大きな役割を果たしていると言えるのではないかとのことである。

#### 4-3 外国人投資家と国内主要投資家との比較（買越額，年次）

図表2は、2004年4月から2013年3月までにおける主要投資家別の国債（現物）買越額を年次でみたものである。プラスの数値は買い越しを意味しており、マイナスの数値は売り越しを意味している。また、表中の0.0という数値は、買越額が500億円未満もしくは売越額が500億円未満であることを示している。国債全体の買越額を投資家別にみると、都市銀行、信託銀行、外国人投資家について言えることがある。都市銀行の国債買越額について、2010年度以降、売越額が増加している。信託銀行の国債買越額について、2009年度以降、買越額が増加している。外国人投資家の国債買越額について、2006年度以降、買越額が増加している。

ここで、都市銀行の国債売越額が増加しているからといって、都市銀行が発行年限の異なる国債の全てを売り越しているとは限らない。例えば、発行年限が長い国債である超長期利付国債や長期利付国債の売り越し額が非常に大きく、発行年限が短い国債である中期利付国債や政府短期証券の売り越し額が非常に少ないか、もしくは買い越しという可能性がある。逆に、発行年限が長い国債である超長期利付国債や長期利付国債の売り越し額が非常に少ないか、もしくは買い越しで、発行年限が短い国債である中期利付国債や政府短期証券の売り越し額が非常に大きいという可能性もある。

図表2は、主要投資家別の発行年限別の国債（現物）買越額も年次で示している。主要投資家別国庫短期証券の買越額について、2010年度以降における都市銀行の売越額の増加が特に目立つように思われる。都市銀行は、国庫短期証券を2010年度に約12兆3,000億円、2011年度に約19兆1,000億円、2012年度に約25兆1,000億円売り越している。図表2から、都市銀行は2012

年度において、超長期利付国債、長期利付国債、中期利付国債、国庫短期証券全ての発行年限の国債を売り越していることがわかる。2012年度における都市銀行の国債売越額は約28兆4,000億円であり、同年度における都市

図表 2 国債（現物）の主要投資家別買越額（年次）

1. 国債全体 (単位：兆円)

	都市銀行	地方銀行	信託銀行	生損保	投資信託	外国人	その他
2004年度	80.0	7.6	45.2	8.0	19.2	39.0	-242.6
2005年度	72.9	5.8	37.7	6.7	22.7	32.9	-207.2
2006年度	26.3	3.9	37.5	7.4	21.5	49.6	-215.5
2007年度	9.7	4.1	34.4	8.1	18.7	57.6	-225.4
2008年度	26.2	8.4	38.3	11.3	14.3	81.4	-265.3
2009年度	36.3	11.3	71.8	16.0	17.7	84.3	-347.4
2010年度	-2.3	9.5	61.6	13.7	18.3	112.1	-312.8
2011年度	-19.3	7.9	82.4	18.0	19.9	148.8	-320.8
2012年度	-28.4	3.8	80.2	15.7	21.8	159.8	-309.1

2. 超長期利付国債

	都市銀行	地方銀行	信託銀行	生損保	投資信託	外国人	その他
2004年度	-0.2	1.3	3.9	3.7	0.1	0.3	-12.8
2005年度	0.1	1.2	3.0	2.6	0.1	2.0	-14.0
2006年度	-0.6	0.3	3.9	1.8	0.1	4.5	-13.2
2007年度	-1.1	0.2	5.5	2.8	0.1	1.9	-11.2
2008年度	-1.3	0.6	4.5	5.7	0.0	-3.6	-8.4
2009年度	-0.1	0.3	6.3	5.8	0.2	-1.6	-14.5
2010年度	-1.5	-0.1	3.6	10.2	0.1	0.2	-17.1
2011年度	-0.4	-0.5	3.0	10.6	0.2	0.2	-16.5
2012年度	-1.6	0.1	5.2	8.9	0.3	1.4	-18.0

3. 長期利付国債

	都市銀行	地方銀行	信託銀行	生損保	投資信託	外国人	その他
2004年度	-5.1	0.3	1.2	1.2	0.0	2.8	12.5
2005年度	-3.9	2.3	4.8	1.6	0.6	-0.2	13.3
2006年度	-3.0	-0.1	6.8	0.0	0.2	6.6	-13.2
2007年度	-0.5	-0.3	3.3	-1.6	0.0	3.8	-11.1
2008年度	-1.8	1.1	5.4	-1.7	0.0	2.4	-8.2
2009年度	-3.4	4.5	1.9	-0.1	0.1	-3.2	-5.2
2010年度	0.1	3.5	1.1	-1.0	0.1	1.5	-14.5
2011年度	-2.2	2.5	2.6	1.3	0.3	3.3	-12.0
2012年度	-0.6	2.0	2.7	0.2	0.3	0.2	-8.9

勝田：日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の現状

4. 中期利付国債

	都市銀行	地方銀行	信託銀行	生損保	投資信託	外国人	その他
2004年度	-1.3	2.8	3.1	0.4	0.2	4.3	-21.3
2005年度	-2.0	1.7	3.1	0.2	0.3	5.2	-18.3
2006年度	-4.5	1.9	4.1	0.7	0.2	1.0	-14.2
2007年度	-4.2	0.4	3.4	0.1	0.2	2.5	-14.8
2008年度	5.7	2.7	3.3	0.2	0.5	1.2	-22.6
2009年度	15.6	1.8	4.4	0.2	0.2	1.7	-27.5
2010年度	11.3	1.8	0.2	-0.1	1.2	6.1	-34.8
2011年度	2.3	5.0	3.5	0.7	1.4	4.8	-20.8
2012年度	-1.2	0.5	4.0	0.1	1.1	6.7	-20.9

5. 国庫短期証券

	都市銀行	地方銀行	信託銀行	生損保	投資信託	外国人	その他
2004年度	86.6	3.2	37.0	2.7	18.9	31.6	-221.1
2005年度	78.7	0.7	26.8	2.2	21.8	25.9	-188.2
2006年度	34.3	1.8	22.8	4.8	20.9	37.4	-174.9
2007年度	15.4	3.8	22.2	6.7	18.3	49.3	-188.3
2008年度	23.6	4.1	25.2	7.1	13.7	81.5	-226.1
2009年度	24.3	4.7	59.2	10.0	17.3	87.5	-300.2
2010年度	-12.3	4.3	55.6	4.5	16.9	104.3	-246.3
2011年度	-19.1	0.9	73.3	5.4	18.0	140.5	-271.5
2012年度	-25.1	1.2	68.3	6.4	20.1	151.5	-261.3

注：プラスは買い越し、マイナスは売り越し。

0.0という値は、買越額が500億円未満もしくは売越額が500億円未満。

出所：日本証券業協会

銀行の国庫短期証券の売越額は約25兆1,000億円である。よって、2012年度においては、都市銀行の国債売越額のうち約88.4%が国庫短期証券の売越額であるということが言える。都市銀行は2011年度において、超長期利付国債、長期利付国債、中期利付国債、国庫短期証券全ての発行年限の国債を売り越しているわけではない。しかしながら、図表2から、2011年度においても都市銀行の国債売越額のほとんどが国庫短期証券の売越額であるということがわかる。2010年度においては、都市銀行の国庫短期証券売越額は約12兆3,000億円であるにもかかわらず、国債売越額は約2兆3,000億円と2012年度及び2011年度と比較して少ない。図表2から、都市銀行は2010年度に中期利付国債を約11兆3,000億円買い越しており、これが2010年

度における都市銀行の国債売越額が2012年度及び2011年度と比較して少なくなっている理由である。2010年度以降の都市銀行の国債全体の売越額の増加は、国庫短期証券の売越額の増加によるものであると言えよう。

同様に、信託銀行と外国人投資家の国債買越額が増加しているからといって、信託銀行と外国人投資家が発行年限の異なる国債の全てを買い越しているとは限らない。発行年限が長い国債である超長期利付国債や長期利付国債の買い越し額が非常に大きく、発行年限が短い国債である中期利付国債や政府短期証券の買い越し額が非常に少ないか、もしくは売り越しという可能性がある。逆に、発行年限が長い国債である超長期利付国債や長期利付国債の買い越し額が非常に少ないか、もしくは売り越しで、発行年限が短い国債である中期利付国債や政府短期証券の買い越し額が非常に大きいという可能性もある。

まず、信託銀行の国債買越額を確認しておこう。主要投資家別国庫短期証券の買越額について、2009年度以降における信託銀行の買越額の増加が特に目立つように思われる。信託銀行は、国庫短期証券を2009年度に約59兆2,000億円、2010年度に約56兆6,000億円、2011年度に約73兆3,000億円、2012年度に約68兆3,000億円買い越している。図表2から、信託銀行は2009年度以降、超長期利付国債、長期利付国債、中期利付国債、国庫短期証券全ての発行年限の国債を買い越していることがわかる。2009年度における信託銀行の国債買越額は約71兆8,000億円であり、同年度における信託銀行の国庫短期証券の買越額は約59兆2,000億円である。よって、2009年度において、信託銀行の国債買越額のうち約82.5%が国庫短期証券の買越額であるということが言える。同様に計算すると、信託銀行の国債買越額に占める国庫短期証券の買越額の割合は、2010年度が約91.9%、2011年度が約89%、2012年度が約85.2%となる。2009年度以降の信託銀行の国債全体の買越額の増加は、国庫短期証券の買越額の増加によるものであると言えよう。

次に、外国人投資家の国債買越額を確認しておこう。主要投資家別国庫

勝田：日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の現状

短期証券の買越額について、2008年度以降における外国人投資家の買越額の増加が特に目立つように思われる。外国人投資家は、国庫短期証券を2008年度に約81兆5,000億円、2009年度に約84兆3,000億円、2010年度に約112兆1,000億円、2011年度に約148兆8,000億円、2012年度に約159兆8,000億円買い越している。図表2から、外国人投資家は2008年度以降、超長期利付国債、長期利付国債、中期利付国債、国庫短期証券をほぼ買い越していることがわかる。2008年度以降において外国人投資家が年次で売り越しているのは、2008年度及び2009年度の超長期利付国債、2009年度の長期利付国債のみである。それ以外では、外国人投資家は全ての発行年限の国債を買い越している。2010年度における外国人投資家の国債買越額は約112兆1,000億円であり、同年度における外国人投資家の国庫短期証券の買越額は約104兆3,000億円である。よって、2010年度において、外国人投資家の国債買越額のうち約93%が国庫短期証券の買越額であるということが言える。同様に計算すると、外国人投資家の国債買越額に占める国庫短期証券の買越額の割合は、2011年度が約94.4%、2012年度が約94.8%となる。2008年度以降、とりわけ2010年度以降における外国人投資家の国債全体の買越額の増加は、国庫短期証券の買越額の増加によるものであると言えよう。

先に明らかにしたように、外国人投資家は、2008年度及び2009年度には超長期利付国債を、2009年度には長期利付国債を売り越している。この理由としては、リーマン・ショック後に外国人投資家の投資の質に変化が生じ、外国人投資家は日本の超長期利付国債及び長期利付国債を売り越す行動をとったのではないかと推測できる<sup>12)</sup>。また、主要投資家のうち生損保が同時期に超長期利付国債の買越額を増加させていることから、生損保が外国人投資家の超長期利付国債売却の受け皿になったのではないかということも推測できる。一般的に、生保は長期保有を目的とした国債投資が多いと言われ、近年は特に生保による超長期国債保有が大きく増加し、同市

12) 中島将隆「変貌する日本の国債保有構造」、『証券経済研究』第65号、日本証券経済研究所、2009年3月、18頁参照

場における生保の存在感が高まっていると言われている<sup>13)</sup>。小幡（2013）は、かんぽ生命を除く生保業界全体で満期が10年超の超長期国債の保有は50兆円以上あり、超長期国債市場で45%以上のシェアを占めていること、また、生保が保有する国債のうち約4分の3弱は超長期国債であり、この割合が2007年度から2011年度の5年間で急増していることを指摘している<sup>14)</sup>。図表2は国債流通市場（現物）における主要投資家別の国債買越額を示したものであり、主要投資家別の国債保有状況について示したのではない。しかしながら、先にも述べたように、生保は長期保有を目的とした国債投資が多いと言われていることから、図表2における生損保の超長期利付国債買越額の2008年度以降の増加は、生保が保有する超長期国債の増加に寄与していると言えるのではないかと考える。

国債買越額に占める国庫短期証券買越額の割合が大きい主要投資家は、信託銀行と外国人投資家だけなのであろうか。図表2から、投資信託も2004年度以降、全ての発行年限の国債（超長期利付国債、長期利付国債、中期利付国債、国庫短期証券）を買い越しており、売り越している年度がないことがわかる。また、投資信託の国債買越額に占める国庫短期証券買越額の割合が大きいこともわかる。投資信託の国債買越額に占める国庫短期証券買越額の割合を、2009年度から2012年度までのデータで確認しておこう。2009年度における投資信託の国債買越額は約17兆7,000億円であり、同年度における投資信託の国庫短期証券の買い越し額は約17兆3,000億円である。よって、2009年度において、投資信託の国債買越額のうち約97.7%が国庫短期証券の買越額であるということが言える。同様に計算すると、投資信託の国債買越額に占める国庫短期証券の買越額の割合は、2010年度が約92.3%、2011年度が約90.5%、2012年度が約92.2%となる。

13) 日本銀行金融機構局「わが国生命保険会社のバランスシート構造と国債投資」, 日銀レビュー, 2012年11月, 1頁

14) 小幡 績『ハイブリッド・バブル』, ダイヤモンド社, 2013年5月, 32-33頁参照

勝田：日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の現状

国債買越額に関する信託銀行、投資信託、外国人投資家の共通点と相違点をまとめておく。国債買越額に占める国庫短期証券買越額の割合が大きいいという点では、信託銀行、投資信託、外国人投資家は共通する。しかしながら、買越額だけを比較すると、3者のそれは大きく異なる。2012年度の国庫短期証券買越額で比較すると、信託銀行は約68.3兆円、投資信託は約20.1兆円、外国人投資家は約151.5兆円と、大きく開きがある。また、信託銀行及び外国人投資家の国庫短期証券買越額は、前者は2009年度以降、後者は2008年度以降、すなわちリーマン・ショック以降から急増しているのに対し、投資信託の国庫短期証券買越額は、2008年度を除けば概ね20兆円前後で推移しており、リーマン・ショック以降特に急増しているというわけではない。以上から、買越額は約半分であるが、信託銀行と外国人投資家の売買行動は共通しているということが言えるのではないかと思われる。

#### 4-4 外国人投資家と国内主要投資家との比較（買越額，月次）

図表2では、2004年4月から2013年3月までの主要投資家別国債（現物）買越額を、2008年9月のリーマン・ショック以降を中心に年次でみた。冒頭でも述べたように、本稿の分析対象期間は2008年4月から2013年3月が中心、すなわち、リーマン・ショックから「量的・質的金融緩和」政策が導入されるまでを中心とする。その理由は、リーマン・ショックから「量的・質的金融緩和」政策が導入されるまでを分析対象の中心とすることで、今後の研究を進めるにあたり、リーマン・ショックの前後で日本の国債流通市場における外国人投資家の売買行動がどのように変化したのか、また、「量的・質的金融緩和」政策を導入する前後で日本の国債流通市場における外国人投資家の売買行動がどのように変化したのかを比較することができると考えたからである。「量的・質的金融緩和」政策を導入する前後で日本の国債流通市場における外国人投資家の売買行動がどのように変化したのかを比較するために、ここでは2012年1月から2013年8月までの主要投資家別国債（現物）買越額を月次でみることにする。

図表 3 は、2012年 1 月から2013年 8 月までの主要投資家別国債（現物）買越額を月次で示したものである。図表 2 と同様に、プラスの数値は買い越しを意味しており、マイナスの数値は売り越しを意味している。また、表中の0.0という数値は、買越額が500億円未満もしくは売越額が500億円未満であることを示している。以下では図表 3 全体から言えることを述べる。

図表 3 国債（現物）の主要投資家別買越額（月次）

1. 国債全体 （単位：兆円）

	都市銀行	地方銀行	信託銀行	生損保	投資信託	外国人	その他
2013年 1 月	-4.5	0.0	7.4	0.7	2.9	15.8	-25.1
2013年 2 月	-2.7	0.0	8.0	0.9	2.1	11.4	-19.1
2013年 3 月	1.0	0.6	6.4	1.5	2.6	13.7	-24.9
2013年 4 月	-5.1	1.5	6.0	0.7	2.8	13.5	-23.4
2013年 5 月	-0.8	0.0	4.0	1.2	3.8	12.9	-25.9
2013年 6 月	-2.2	0.0	5.7	1.2	1.9	11.8	-25.3
2013年 7 月	-3.7	0.2	6.6	1.1	2.3	11.2	-16.8
2013年 8 月	-3.9	-0.2	5.8	1.2	2.5	12.4	-23.6

2. 超長期利付国債

	都市銀行	地方銀行	信託銀行	生損保	投資信託	外国人	その他
2013年 1 月	-0.3	0.0	0.6	0.6	0.0	0.1	-1.4
2013年 2 月	0.0	-0.1	0.7	0.7	0.0	0.0	-1.4
2013年 3 月	-0.2	-0.1	1.1	0.9	0.0	0.2	-1.7
2013年 4 月	-0.2	0.1	0.4	0.1	0.0	0.6	-1.2
2013年 5 月	-0.2	-0.2	0.3	0.7	0.1	0.0	-1.0
2013年 6 月	-0.1	-0.1	0.4	0.5	0.0	0.1	-0.9
2013年 7 月	-0.1	0.0	0.1	0.7	0.0	0.1	-0.7
2013年 8 月	-0.2	-0.1	0.3	0.5	0.0	0.1	-1.2

3. 長期利付国債

	都市銀行	地方銀行	信託銀行	生損保	投資信託	外国人	その他
2013年 1 月	-0.3	0.2	1.0	-0.1	0.1	0.0	-0.3
2013年 2 月	0.4	0.0	1.8	0.0	0.1	-0.5	-0.9
2013年 3 月	2.8	0.2	0.8	0.1	0.1	-1.5	-0.5
2013年 4 月	-1.5	0.9	-0.3	-0.3	0.1	-1.3	0.3
2013年 5 月	0.2	-0.3	-0.5	0.0	0.1	-0.7	1.1
2013年 6 月	0.1	-0.3	0.2	0.0	0.0	-0.9	1.8
2013年 7 月	0.7	0.0	0.3	-0.3	0.0	-0.2	0.3
2013年 8 月	1.0	-0.4	-0.3	-0.1	0.0	-0.4	0.3

## 勝田：日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の現状

### 4. 中期利付国債

	都市銀行	地方銀行	信託銀行	生損保	投資信託	外国人	その他
2013年1月	1.4	-0.2	0.6	0.0	0.1	0.2	-0.5
2013年2月	-0.6	-0.1	-0.2	0.0	0.1	0.7	-2.1
2013年3月	-1.9	0.1	1.2	-0.1	0.3	1.2	-1.8
2013年4月	-1.1	0.5	1.2	0.3	0.2	1.4	-1.8
2013年5月	-0.9	0.4	1.4	0.0	0.3	0.2	-2.7
2013年6月	-0.9	0.2	1.0	0.2	0.2	1.0	-1.9
2013年7月	-1.4	0.2	0.4	0.1	0.3	0.8	-0.5
2013年8月	-2.6	0.3	0.6	0.2	0.1	0.4	-1.6

### 5. 国庫短期証券

	都市銀行	地方銀行	信託銀行	生損保	投資信託	外国人	その他
2013年1月	-5.4	0.0	5.1	0.2	2.6	15.4	-22.8
2013年2月	-2.4	0.1	5.7	0.3	1.9	11.2	-14.7
2013年3月	0.2	0.3	3.4	0.5	2.2	13.8	-20.9
2013年4月	-2.4	0.0	4.7	0.6	2.5	12.7	-20.6
2013年5月	0.0	0.0	2.8	0.5	3.3	13.4	-23.3
2013年6月	-1.3	0.1	4.0	0.5	1.7	11.7	-24.2
2013年7月	-2.8	0.1	5.8	0.6	2.0	10.6	-15.9
2013年8月	-2.1	0.0	5.1	0.6	2.4	12.2	-21.2

注：プラスは買い越し、マイナスは売り越し。

0.0という値は、買越額が500億円未満もしくは売越額が500億円未満。

出所：日本証券業協会

図表3の国債全体の買越額から、2013年1月から2013年8月において、都市銀行については2013年3月以外、「その他」については毎月国債（現物）を売り越していることが読み取れる。「その他」が売り越しで、しかもその額が大きくなる理由は、本稿の「使用するデータと注意点」で述べた通りである。それ以外の主要投資家（地方銀行、信託銀行、生損保、投資信託、外国人）については、地方銀行が2013年8月に約2,000億円の国債（現物）を売り越していることを除けば、毎月国債（現物）を買い越していることが読み取れる。

それでは、「量的・質的金融緩和」政策が導入された2013年4月4日以前と以後で主要投資家の国債売買行動に変化はみられるのだろうか。2013年4月の前後で各主要投資家の国債（現物）買越額もしくは売越額に特段の

変化がみられるかどうかを図表 3 で確認しておこう。「その他」を除く主要投資家のうち都市銀行だけが国債（現物）を売り越している（ただし、2012年 3 月は約 1 兆円の買い越し）が、都市銀行が国債（現物）を売り越すという売買行動は「量的・質的金融緩和」政策が導入された 2013 年 4 月以降に急に始まったことではなく、2013 年 4 月以前からみられた売買行動である。ただ、2013 年 4 月における都市銀行の国債（現物）売越額は、その前後の月である 2013 年 3 月の国債（現物）買越額（約 1 兆円の買い越し）及び 2013 年 5 月の国債（現物）売越額（約 8,000 億円の売り越し）と比較して約 5 兆 1,000 億円と大きくなっている。このことから、一時的には「量的・質的金融緩和」政策の導入が都市銀行の国債売買行動に影響を与えたということが言えるのではないかとと思われる。

また、地方銀行の国債売買行動についても、「量的・質的金融緩和」政策の導入が一時的に影響を与えたと思われるところがある。地方銀行は、2013 年 4 月に約 1.5 兆円の国債（現物）を買い越している。他の主要投資家と比較して、2013 年 1 月から 2013 年 9 月における地方銀行の国債（現物）買越額もしくは売越額はあまり大きくない。しかしながら、地方銀行の 2013 年 4 月の国債（現物）売越額だけが、前後の月である 2013 年 3 月の国債（現物）買越額（約 6,000 億円の買い越し）及び 2013 年 5 月のもの（買越額もしくは売越額は 500 億円未満）と比較して約 1 兆 5,000 億円と大きくなっている。このことから、都市銀行の場合と同様に、一時的には「量的・質的金融緩和」政策の導入が地方銀行の国債売買行動に影響を与えたということが言えるのではないかとと思われる。

信託銀行、生損保、投資信託、外国人投資家については、2013 年 4 月を境にその前後において、国債（現物）買越額もしくは売越額が急激に変動したり、買い越しが売り越しに転じるもしくは売り越しが買い越しに転じるなどの変化はみられないように思われる。

先に、2013 年 4 月 4 日に導入された「量的・質的金融緩和」政策が都市銀行及び地方銀行の国債売買行動に一時的に影響を与えたのではないかと

勝田：日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の現状

いうことを指摘した。それでは、2013年4月における都市銀行の国債（現物）売り越し及び2013年4月における地方銀行の国債（現物）買い越しに寄与したのは超長期利付国債、長期利付国債、中期利付国債、国庫短期証券のうちどの発行年限の国債の買い越しもしくは売り越しなのであろうか。

図表3から、都市銀行は2013年4月に長期利付国債を約1兆5,000億円、国庫短期証券を約2兆4,000億円売り越している。2013年4月前後の月次データと比較すると、都市銀行は長期利付国債を2013年3月に約2兆8,000億円買い越し、5月に約2,000億円買い越している。また、都市銀行は国庫短期証券を2013年3月に約2,000億円買い越し、5月は買い越しもしくは売り越しが500億円未満となっている。ただ、都市銀行の国庫短期証券売り越しについては、2013年4月前後の月次データと比較すると急に売越額が増加したようにみえるが、2013年1月から8月までの月次データと比較すると急に売越額が増加したようにはみえない。むしろ、2013年3月と5月に急に都市銀行の国庫短期証券売越額が減少したようにもみえる。よって、2013年4月4日における「量的・質的金融緩和」政策の導入は、都市銀行の国債売買行動の中でも特に長期利付国債の売却に一時的に影響を与えたということが言えるのではないかと思われる。

同じく図表3から、地方銀行は2013年4月に長期利付国債を約9,000億円買い越している。2013年4月前後の月次データと比較すると、地方銀行は長期利付国債を2013年3月に約2,000億円買い越し、5月に約3,000億円売り越している。よって、2013年4月4日における「量的・質的金融緩和」政策の導入は、地方銀行の国債売買行動の中でも特に長期利付国債の購入に一時的に影響を与えたということが言えるのではないかと思われる。

以上で述べたことをまとめておこう。2013年4月における「量的・質的金融緩和」政策の導入前後で日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の売買行動がどのように変化したのかを比較するために、2012年1月から2013年8月までの主要投資家別国債（現物）買越額を月次でみた。外国人投資家の国債売買行動については、特に目立った変化はみられな

かった。国債売買行動に目立った変化がみられたのは、主要投資家の中では都市銀行と地方銀行であったが、都市銀行については長期利付国債の売却に、地方銀行については長期利付国債の購入にそれぞれ2013年4月に一時的に変化がみられた。

## 5. 外国人投資家の国庫短期証券買越額と為替レートとの関係

岩井（2009）によれば、海外投資家（外国人投資家）は従来から円高傾向の下で短期国債の取得が強まる傾向にあり、実際に為替が円高傾向を示した1998年度及び1999年度に海外投資家（外国人投資家）の短期国債の買い越し規模は大きく膨らんでいる<sup>15)</sup>。代田・勝田（2008）は、2004年4月から2008年7月における外国人投資家による国庫短期証券の売買動向と為替レート及び国庫短期証券の利回りとの相関関係を月次データを用いて分析し、外国人投資家による国庫短期証券の売買動向とドル・円レートとの間に高い相関関係がみられたという分析結果を得ている。代田・勝田（2008）での分析結果は、岩井（2009）の指摘と整合的である。代田・勝田（2008）の分析対象期間は2004年4月から2008年7月であったが、本稿では分析対象期間を延長し、2004年4月から2013年8月における外国人投資家の国庫短期証券買越額とドル・円レートとの間に相関関係がみられるかどうかについて、若干の数量分析を行う。

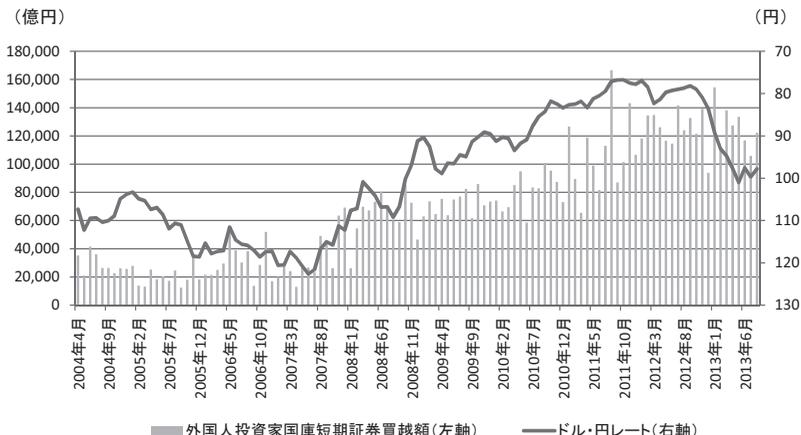
外国人投資家による国庫短期証券買越額は、2004年4月から2013年8月までにおける各月末時点のデータを使用する。外国人投資家による国庫短期証券買越額は、引き続き日本証券業協会が公表しているデータを使用する。ドル・円レートは、日本銀行が公表している2004年4月から2013年8月までにおける各月中の平均レートを使用する。

図表4は、2004年4月から2013年8月における外国人投資家の国庫短期証券買越額とドル・円レートを示したものである。一見すると外国人投資

15) 岩井宣章「国債流通市場と海外投資家の投資動向」、『証券経済研究』第65号、日本証券経済研究所、2009年3月、28頁参照

勝田：日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の現状

図表 4 外国人投資家の国庫短期証券買越額とドル・円レート



注：為替レートは、東京市場ドル・円スポットレート17時時点の月中平均  
出所：日本銀行（為替レート），日本証券業協会（国庫短期証券買越額）

家の国庫短期証券買越額（棒グラフ）とドル・円レート（折れ線グラフ）との間に相関関係があるようにみえる。定量的に分析するため、外国人投資家の国庫短期証券買越額とドル・円レートとの間の相関係数を算出し、両者に相関関係がみられるかどうかを確認する。

相関係数の定式は、次式である。

$$\text{相関係数 (r)} = \frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})(Y_i - \bar{Y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2} \sqrt{\sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2}}$$

ここで、 $\bar{X} = X_i$  の平均、 $\bar{Y} = Y_i$  の平均である。

数量分析の結果、2004年4月から2013年8月における外国人投資家による国庫短期証券買越額とドル・円レートとの間には、高い負の相関関係がみられた。相関係数は-0.82であった。負の相関関係がみられるということは、円高（例えば、1ドル=110円が1ドル=100円となる場合）傾向になるほど外国人投資家による国庫短期証券買越額が増加するという関係にある、もしくは、外国人投資家による国庫短期証券買越額が増加するほど

円高傾向になるという関係にあることを意味する。ここでは相関関係だけをみているため、どちらがどちらに影響を与えているのかというような因果関係まではわからない。しかしながら、仮に円高傾向になるほど外国人投資家による国庫短期証券買越額が増加するという関係にあるとするならば、2004年4月から2013年8月においては、外国人投資家は円高局面では日本の国庫短期証券で運用するという投資行動をとっていたということが言えることになり、分析対象期間を延長しても岩井（2009）の指摘と整合的ということになる。

それでは、円高局面において日本の国庫短期証券で運用するという売買行動をとる主要投資家は外国人投資家だけなのであろうか。円高局面において日本の国庫短期証券で運用するのは外国人投資家に特有の売買行動であると言うためには、外国人投資家による国庫短期証券買越額とドル・円レートとの間の相関関係と国内の主要投資家である都市銀行、地方銀行、信託銀行、生損保、投資信託による国庫短期証券買越額とドル・円レートとの間の相関関係を比較する必要がある。そこで、2004年4月から2013年8月における国内の主要投資家である都市銀行、地方銀行、信託銀行、生損保、投資信託による国庫短期証券買越額とドル・円レートとの間に相関関係がみられるかどうかを検証する。使用するデータは、外国人投資家による国庫短期証券買越額とドル・円レートとの間の相関関係を算出するのに使用したものと同じである。すなわち、都市銀行、地方銀行、信託銀行、生損保、投資信託による国庫短期証券買越額は日本証券業協会が公表しているデータを、ドル・円レートは日本銀行が公表している各月中の平均レートを使用する。

数量分析の結果、2004年4月から2013年8月における地方銀行、生損保、投資信託の国庫短期証券買越額とドル・円レートとの間には相関関係はみられなかった。地方銀行の国庫短期証券買越額とドル・円レートの相関係数は0.06、生損保の国庫短期証券買越額とドル・円レートの相関係数は-0.2、投資信託の国庫短期証券買越額とドル・円レートの相関係数は0.18

勝田：日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の現状

であった。

数量分析の結果、2004年4月から2013年8月における都市銀行の国庫短期証券買越額とドル・円レートとの間には正の相関関係がみられた。相関係数は0.6であった。正の相関関係がみられるということは、円高傾向になるほど都市銀行による国庫短期証券買越額が減少（国庫短期証券売越額が増加）するという関係にある、もしくは、都市銀行による国庫短期証券買越額が減少（国庫短期証券売越額が増加）するほど円高傾向になるという関係にあることを意味する。ここでも相関関係だけをみているため、どちらがどちらに影響を与えているのかというような因果関係まではわからないが、仮に円高傾向になるほど都市銀行による国庫短期証券買越額が減少（国庫短期証券売越額が増加）するという関係にあるとするならば、2004年4月から2013年8月において、都市銀行は円高局面では外国人投資家とは逆の売買行動をとっていたということになる。

一方、数量分析の結果、2004年4月から2013年8月における信託銀行の国庫短期証券買越額とドル・円レートとの間には高い負の相関関係がみられた。相関係数は $-0.78$ であった。負の相関関係がみられるということの意味は、前述した通りである。また、相関関係と因果関係の違いも、前述した通りである。ここでも、仮に円高傾向になるほど信託銀行による国庫短期証券買越額が増加するという関係にあるとするならば、2004年4月から2013年8月において、信託銀行も円高局面では外国人投資家と同様の売買行動をとっていたということになる。すなわち、円高局面において日本の国庫短期証券で運用するのは外国人投資家に特有の売買行動であるとは言えないということである。

信託銀行の国債売買行動と外国人投資家の国債売買行動が共通している理由としては、外国人投資家が信託銀行を通じて日本の国庫短期証券については日本国債を売買していることが考えられる。日本の株式市場において、スウェーデンの政府系運用機関と第7公的年金基金（AP7）が2013年の3月に三井住友信託銀行の日本株ファンドに数百億円の資金運用を委託したよ

うである<sup>16)</sup>。また、中東の機関投資家も約700億円を三菱 UFJ 信託銀行に預けたようで、この約700億円という金額は、三菱 UFJ 信託銀行が受託した金額としては過去最大規模とのことである<sup>17)</sup>。株式市場と同様の動きが国債流通市場（現物）でもみられ、それが日本の国債流通市場（現物）における信託銀行の売買行動と外国人投資家の売買行動が共通する理由なのではないかと推測する。この推測の確からしさについては、今後、データを用いて検証したい。

## お わ り に

本稿の目的は、日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家と国内主要投資家の売買動向の類似点及び相違点をデータ面から検討し、日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の現状を把握することであった。

本稿では、まず先行研究について述べた。その上で、本稿の位置付けを確認し、使用するデータと注意点についても確認した。次に、日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家と国内主要投資家の売買動向をデータ面から検討した。具体的には、国債の発行年限別に外国人投資家と国内主要投資家の売買動向を年次で比較し、発行年限別の国債流通市場（現物）において外国人投資家に特有な売買行動がみられるかどうかを確認した。また、外国人投資家と国内主要投資家の直近の売買動向については、月次でも比較した。最後に、日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の売買動向と為替レートとの間に関係性がみられるかどうかについて、若干の数量分析を行った。

本稿で確認できたことは、以下の5点である。

第1に、2008年3月末から2013年3月末までの日本の国債流通市場（現物）において、買付額に占める外国人投資家の買付額の割合は上昇してい

---

16) 『日本経済新聞』、2013年8月19日付け第1面

17) 同上

勝田：日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の現状

るが、売付額に占める外国人投資家の売付額の割合は低下しているという  
ことである。代田・勝田（2008）は、2004年4月末から2008年7月末まで  
において、売付額に占める外国人投資家の売付額の割合と買付額に占める  
外国人投資家の買付額の割合がともに上昇傾向である点を指摘しており、  
本稿で得られた結果とは異なる。代田・勝田（2008）はリーマン・ショッ  
ク前までのデータしか使用していないが、本稿はリーマン・ショック後の  
データも使用している。代田・勝田（2008）の指摘と本稿で得られた結果  
を統合すると、リーマン・ショック前後で、特に日本国債（現物）の売付  
において外国人投資家の売買行動に変化があったということが言えるので  
はないかと思われる。

第2に、リーマン・ショック後に中長期国債の売買額を減少させ、国庫  
短期証券の売買額を増加させるという売買行動は、外国人投資家に特有の  
売買行動であるということが言えるのではないかということである。主要  
投資家別の国債（現物）売買額について、リーマン・ショック後に外国人  
投資家は主に中長期国債の売買を一旦減少させているが、国庫短期証券に  
ついてはリーマン・ショック後から売買額を急増させていた。そして、  
リーマン・ショック後に中長期国債の売買を減少させ、国庫短期証券の売  
買を増加させるという売買行動は、他の国内主要投資家（都市銀行、地方  
銀行、信託銀行、生損保、投資信託）にはみられなかった。

第3に、国庫短期証券買越額について、信託銀行と外国人投資家の売買  
行動は共通するということが言えるのではないかということである。ただ  
し、信託銀行の国庫短期証券買越額は、外国人投資家の国庫短期証券買越  
額の約半分であった。国債（現物）買越額に占める国庫短期証券買越額の  
割合が大きいという点では、信託銀行、投資信託、外国人投資家は共通し  
ていたが、信託銀行及び外国人投資家の国庫短期証券買越額がリーマン・  
ショック以降から急増しているのに対し、投資信託の国庫短期証券買越額  
はリーマン・ショック以降から特に急増しているというわけではなかった。  
よって、投資信託の売買行動は外国人投資家の売買行動とは異なり、信託

銀行の売買行動は外国人投資家の売買行動と共通すると結論付けることができると思われる。

第 4 に、2012 年 1 月から 2013 年 8 月までの月次の国債（現物）買越額について、外国人投資家の売買動向については、特に目立った変化はみられなかったということである。同期間中の国債（現物）売買動向に目立った変化がみられたのは、主要投資家の中では都市銀行と地方銀行であったが、都市銀行については長期利付国債の売却に、地方銀行については長期利付国債の購入にそれぞれ 2013 年 4 月に一時的な変化がみられた。

第 5 に、円高局面において日本の国庫短期証券で運用するのは外国人投資家に特有の売買行動であるとは言えないということである。数量分析の結果、外国人投資家は円高局面において日本の国庫短期証券で運用する傾向にある可能性が確認された。しかしながら、信託銀行についても円高局面において日本の国庫短期証券で運用する傾向にある可能性が確認された。日本の国債流通市場（現物）において、信託銀行は外国人投資家と同様の売買行動をとっているように思われる。

本稿で残された課題は、次の 2 点である。

第 1 に、国債先物市場と国債現先市場における外国人投資家の動向を把握することである。本稿での分析は、日本の国債流通市場の中でも国債現物市場のみを対象としているが、国債先物市場や国債現先市場における外国人投資家のシェアは、国債現物市場における外国人投資家のシェア以上に高くなっている。日本の株式市場においては先物市場主導で現物市場の株価形成につながっている面があると言われており<sup>18)</sup>、同様のことが日本の国債流通市場にも当てはまり、国債先物市場及び国債現先市場の動向が国債現物市場の動向に影響を与えていることも考えられる。

第 2 に、日本の国債流通市場（現物）における信託銀行の売買行動と外国人投資家の売買行動が共通する理由を明らかにすることである。本文中

---

18) 日本銀行金融市場局「わが国株式市場における先物価格と現物価格の関係：いわゆる『先物主導』の検証」, 日銀レビュー, 2013 年 6 月参照

勝田：日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の現状でも述べたように、1つの理由としては、外国人投資家が日本の信託銀行を通じて日本の国庫短期証券ひいては日本国債を売買していることが考えられる。この推測の確からしさを、データを用いて明らかにしたい。

## 参 考 文 献

- 岩井宣章「国債流通市場と海外投資家の投資動向」、『証券経済研究』第65号、日本証券経済研究所、2009年3月
- 翁 邦雄『日本銀行』、ちくま新書、2013年7月
- 小幡 績『ハイブリッド・バブル』、ダイヤモンド社、2013年5月
- 志馬祥紀「アベノミクスと機関投資家行動」、『証研レポート』No. 1679、日本証券経済研究所（大阪研究所）、2013年8月
- 代田 純編著『金融危機と証券市場の再生』、同文館出版、2010年3月
- 代田 純「財政投融资改革と公的部門の国債保有」、『証券経済研究』第52号、日本証券経済研究所、2005年12月
- 代田 純、勝田佳裕「国債流通市場における外国人投資家」、『証券経済研究』第64号、日本証券経済研究所、2008年12月
- 須藤時仁『国債管理政策の新展開』、日本経済評論社、2007年8月
- 中島将隆「アベノミクスは国債相場に如何なる影響を与えるか」、『証研レポート』No.1677、日本証券経済研究所（大阪研究所）、2013年4月
- 中島将隆「長期金利の変動はなぜ生じたか」、『証研レポート』No. 1679、日本証券経済研究所（大阪研究所）、2013年8月
- 中島将隆「資金循環統計にみる国債保有構造の変化（再論）」、『証研レポート』No.1649、日本証券経済研究所（大阪研究所）、2008年8月
- 中島将隆「変貌する日本の国債保有構造」、『証研レポート』No. 1647、日本証券経済研究所（大阪研究所）、2008年4月
- 中島将隆「変貌する日本の国債保有構造」、『証券経済研究』第65号、日本証券経済研究所、2009年3月
- 西尾圭一郎「投資家保有構造から考える日本国債の安定性」、『証研レポート』No.1679、日本証券経済研究所（大阪研究所）、2013年8月
- 日本銀行金融機構局「わが国生命保険会社のバランスシート構造と国債投資」、日銀レビュー、2012年11月
- 日本銀行金融市場局「わが国株式市場における先物価格と現物価格の関係：いわゆる『先物主導』の検証」、日銀レビュー、2013年6月
- 森山茂樹「わが国の公的部門における国債保有の現状について－財政投融资と日本銀行による国債買入を中心に」、『信州大学経済学論集』第57号、2008年1月

財務省理財局『債務管理レポート2011』

『日本経済新聞』

日本証券業協会ホームページ <http://www.jsda.or.jp/>