

テーマ：投資収支からみたマネーフロー（7月）

発表日：2012年9月11日（火）

～リスク回避的な姿勢から証券投資は流入超へ～

第一生命経済研究所 経済調査部

副主任エコノミスト 鈴木 将之（03-5221-4547）

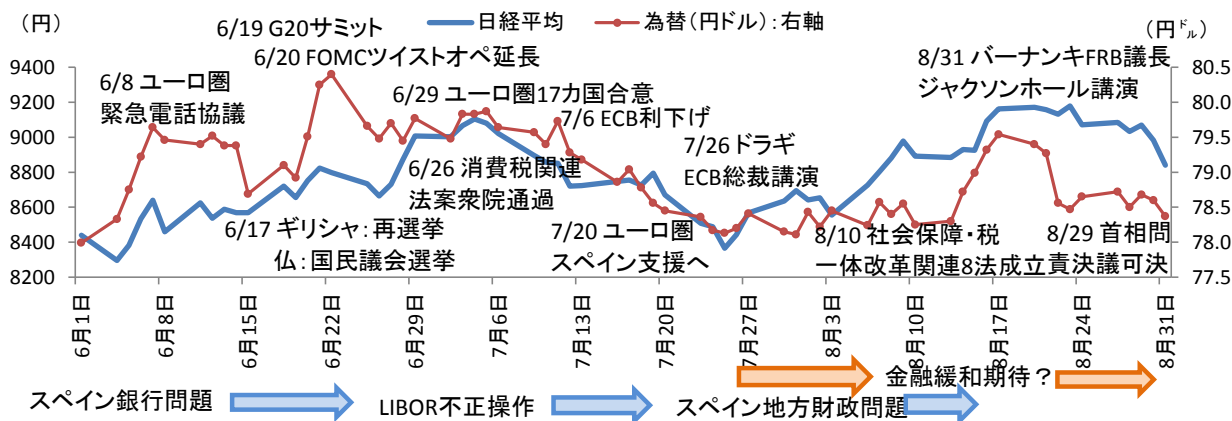
## ○証券投資（証券貸借取引を除く）は4月以来の流入超

7月は5日 ECB の利下げに始まり、LIBOR 不正操作問題が欧米で燻り、金融市場の足かせとなっていた。また、欧米や中国など世界的に景気の減速感が強まった。この中で、スペイン地方財政問題がクローズアップされ、中央政府の財政負担増が連想されたことで、投資家はリスク回避的な行動をとった。7月下旬になると、ユーロ圏のスペイン支援策やドラギ ECB 総裁による南欧国債購入への言及などが好感され、金融市場は上中旬の動きからようやく反転することになった。

まず、金融市場の指標を確認しておく、7月はじめに1ドル79円台であった円ドルレートは、7月下旬にかけて78円台と緩やかな円高基調となった（資料1）。一方、7月はじめに9,000円台であった日経平均株価（終値）が、下旬には一時8,400円を下回るまで下落したものの、月末には8,600円台を維持した。また、安全資産としての日本国債への資金流入などを背景に、長期金利も7月上中旬には低下した。

このように、世界的な景気減速感を背景に、欧州債務危機から、国内外の投資家は株式売買に消極的、安全資産とされる日米独国債への資金流入という質への逃避が前月から続いてきた。

資料1 日経平均・為替レート・長期金利



（出所）財務省「国債金利情報」東京証券取引所「マーケット情報」日本銀行「外国為替市況」など資料から作成

『国際収支統計』（財務省）によると、7月の投資収支（速報値）は▲6,727億円と7ヶ月連続の流出超となった（資料2）。投資収支のうち証券投資は4月以来の流入超（6月▲2兆7,005億円→7月1兆5,688億円）であった。また、証券貸借取引を除いた証券投資をみても、7月は

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

流入超（6月▲8,454億円→7月746億円）となった（資料3）。

証券投資が流入超に転じた背景には、国内外の投資家がリスク回避的な姿勢を強めたことがある。以下では、財務省『国際収支統計』（数値は国際収支統計）に基づき、国内株については東京証券取引所『投資部門別株式売買状況』、国内債券については日本証券協会『公社債投資家別売買高』『国債投資家別売買高』で補完して国内外投資家の投資行動について確認する。

## 資料2 投資収支

(単位:億円)

	投資収支	直接投資	証券投資	対外証券投資 (居住者による非居住者発行証券への投資)				対内証券投資 (非居住者による居住者発行証券への投資)				
				株式	中長期債	短期債	対内証券投資					
							株式	中長期債	短期債			
2011年												
1月	▲15,717	▲2,648	78,058	17,269	9,889	1,862	▲3,765	58,928	499	▲91,627	▲91,627	
2月	▲10,316	▲5,904	6,282	4,827	11,093	▲582	464	2,037	▲2,087	▲8,606	▲8,606	
3月	▲6,593	▲1,527	▲81,251	▲7,218	13,387	▲51,425	▲26,165	▲22,609	195	75,991	75,991	
4月	11,908	▲6,140	94,552	33,067	11,573	58,668	28,144	2,817	1,003	▲77,507	▲77,507	
5月	▲1,082	▲6,148	35,985	▲3,357	▲2,280	29,738	34,174	9,604	2,297	▲33,217	▲33,217	
6月	▲1,833	▲6,391	▲47,188	▲10,851	▲6,601	▲50,643	▲21,290	14,307	2,364	49,381	49,381	
7月	▲7,844	▲9,720	37,053	6,889	▲607	23,501	▲2,121	6,664	3,766	▲38,943	▲38,943	
8月	31,628	▲5,123	31,619	▲29,245	▲22,569	1,042	5,951	59,822	1,234	3,899	3,899	
9月	▲19,116	▲18,672	▲64,201	▲25,145	▲12,795	▲57,334	▲29,677	18,277	1,477	62,280	62,280	
10月	▲4,649	▲8,314	5,571	22,253	1,199	15,429	▲7,401	▲32,111	2,008	▲3,914	▲3,914	
11月	77,382	▲13,215	23,833	▲3,747	▲2,339	5,782	5,369	21,799	686	66,077	66,077	
12月	8,608	▲8,865	8,941	▲8,387	▲3,731	▲16,936	▲1,189	34,264	29	8,502	8,502	
2012年												
1月	▲2,632	▲7,217	16,069	10,850	6,550	146	▲27,418	5,073	700	▲12,184	▲12,184	
2月	▲11,340	▲7,813	▲11,461	4,700	9,264	▲23,337	▲26,262	7,177	952	6,926	6,926	
3月	▲14,784	▲2,648	▲73,545	▲11,749	6,899	▲48,749	▲25,311	▲13,047	▲2,454	63,862	63,862	
4月(P)	▲285	▲8,809	86,085	26,977	▲37	50,200	37,104	8,908	▲3,307	▲74,255	▲74,255	
5月(P)	▲7,465	▲9,246	▲8,150	▲7,195	▲7,389	▲14,749	▲15,550	13,794	▲570	10,502	10,502	
6月(P)	▲20,418	▲13,384	▲27,005	▲4,449	▲2,960	▲25,659	▲8,579	3,103	273	19,698	19,698	
7月(P)	▲6,727	▲5,537	15,688	1,920	▲912	9,835	▲3,903	3,932	3,077	▲19,954	▲19,954	

(注1)▲は資本の流出超(居住者の有する対外資産の増加、及び非居住者に対する負債の減少)。

(注2)Pは速報値。

(出所)財務省『国際収支統計』

## 資料3 証券投資

(単位:億円)

	証券投資	対外証券投資 (居住者による非居住者発行証券への投資)						対内証券投資 (非居住者による居住者発行証券への投資)					
		株式	中長期債	短期債	株式	中長期債	短期債	株式	中長期債	短期債	株式	中長期債	短期債
1月	61,540	9,889	▲3,765	55,416	▲9,743	1,360	▲13,796	2,693	71,283	8,529	10,031	52,723	
2月	17,595	11,093	464	6,038	▲7,571	1,469	▲8,515	▲525	25,166	9,624	8,979	6,563	
3月	▲36,305	13,387	▲26,165	▲23,527	▲27,725	650	▲28,535	160	▲8,580	12,737	2,370	▲23,687	
4月	48,000	11,573	28,144	8,283	16,057	5,079	12,009	▲1,032	31,943	6,494	16,135	9,315	
5月	42,503	▲2,280	34,175	10,608	8,709	▲2,544	9,667	1,586	33,794	264	24,508	9,022	
6月	▲20,362	▲6,601	▲21,291	7,530	▲11,799	▲5,235	▲6,192	▲372	▲8,563	▲1,366	▲15,099	7,902	
7月	8,762	▲607	▲2,121	11,490	▲5,344	▲2,796	2,733	184	14,106	2,189	612	11,306	
8月	45,375	▲22,569	5,951	61,993	▲1,851	▲6,897	3,870	1,176	47,226	▲15,672	2,081	60,817	
9月	▲27,915	▲12,795	▲29,678	14,558	▲32,372	▲3,418	▲29,956	1,002	4,457	▲9,377	278	13,556	
10月	▲34,838	1,198	▲7,401	▲28,636	▲7,086	372	▲7,513	54	▲27,752	826	112	▲28,690	
11月	32,648	▲2,339	5,369	29,618	16,468	1,672	14,539	257	16,180	▲4,011	▲9,170	29,361	
12月	15,961	▲3,731	▲1,189	20,880	1,030	999	▲2,104	2,134	14,931	▲4,730	915	18,746	
2012年													
1月	▲15,331	6,550	▲27,418	5,536	▲24,070	3,019	▲28,078	988	8,739	3,531	660	4,548	
2月	▲9,471	9,264	▲26,262	7,526	▲23,721	2,235	▲26,197	241	14,250	7,029	▲65	7,285	
3月	▲30,564	6,900	▲25,311	▲12,152	▲4,496	3,984	▲9,321	842	▲26,068	2,916	▲15,990	▲12,994	
4月(P)	45,700	▲38	37,104	8,634	28,957	▲14	27,938	1,033	16,743	▲24	9,166	7,601	
5月(P)	▲8,658	▲7,389	▲15,550	14,281	▲14,468	▲1,148	▲20,308	▲12	12,810	▲6,241	4,758	14,293	
6月(P)	▲8,454	▲2,960	▲8,579	3,085	▲21,644	▲1,425	▲19,244	▲975	13,190	▲1,535	10,665	4,060	
7月(P)	746	▲912	▲3,904	5,562	▲10,940	1,331	▲11,719	▲552	11,686	▲2,243	7,815	6,114	

(注1)▲は資本の流出超(居住者の有する対外資産の増加、及び非居住者に対する負債の減少)。

1. 対外証券投資総括表(居住者による非居住者発行証券への投資)では、ネットのマイナス▲は資本の流出(対外証券投資の増加)を示す。

2. 対内証券投資総括表(非居住者による居住者発行証券への投資)では、ネットのマイナス▲は資本の流出(対内証券投資の減少)を示す。

(注2)証券貸借取引を除く

(出所)財務省『国際収支統計』

## ○国内外投資家のリスク回避的な姿勢が強まる

証券貸借取引を除いた証券投資で国内投資家の動きをあらわす対外証券投資をみると、3ヶ月連続の流出超となったものの、流出規模が縮小している（6月▲2兆1,644億円→7月▲1兆940億円）。

内訳をみると、国内投資家は外国株式を売り越す姿勢に転じた（▲1,425億円→1,331億円）。また、中長期債の買い越しは続いているものの、買い越し額は前月から縮小した（▲1兆9,244億円→▲1兆1,719億円）。これらから、国内投資家はリスク回避的な姿勢を強めていることが示唆される。

資料4 投資家部門別対外証券投資

(単位:億円)

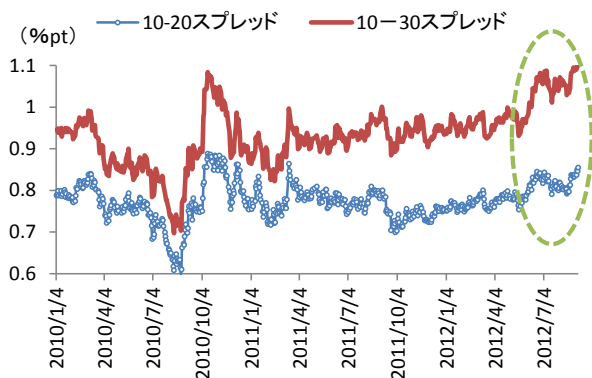
	対外証券投資	公的部門				その他部門						
		銀行部門	銀行(銀行勘定)	信託銀行(銀行勘定)	銀行等(信託勘定)	金融商品取引業者	生命保険会社	損害保険会社	投資信託委託会社等	その他		
2011年 1月	▲9,743	172	650	245	405	▲10,565	▲1,425	▲7,117	▲1,906	▲106	▲3,061	3,050
2月	▲7,571	▲144	▲2,543	▲460	▲2,083	▲4,884	▲777	▲5,541	▲2,055	223	▲199	3,465
3月	▲27,725	▲68	▲27,623	▲21,498	▲6,124	▲35	402	▲3,998	▲257	135	750	2,934
4月	16,057	26	15,316	15,462	▲147	715	2,836	▲5,328	▲1,507	579	316	3,818
5月	8,709	66	21,103	17,056	4,047	▲12,460	▲1,621	▲5,836	41	116	▲7,147	1,987
6月	▲11,799	180	1,969	5,372	▲3,402	▲13,948	▲2,443	▲6,766	▲1,774	76	▲5,856	2,815
7月	▲5,344	▲18	6,213	7,429	▲1,216	▲11,539	▲1,305	▲5,138	▲1,170	▲283	▲4,677	1,033
8月	▲1,851	17	4,746	▲674	5,420	▲6,614	▲5,384	▲6,165	6,686	638	▲3,319	931
9月	▲32,372	129	▲28,878	▲24,799	▲4,079	▲3,623	▲2,963	▲7,375	761	401	3,803	1,750
10月	▲7,086	36	▲1,113	▲2,540	1,427	▲6,010	▲2,609	▲4,992	▲2,982	356	2,904	1,313
11月	16,468	49	8,333	7,222	1,111	8,087	▲906	▲4,943	3,676	1,369	7,115	1,777
12月	1,030	227	▲7,220	▲7,225	5	8,022	263	▲2,104	2,118	872	3,727	3,146
2012年 1月	▲24,070	▲9	▲20,034	▲18,849	▲1,185	▲4,028	▲201	▲6,465	▲1,788	560	2,468	1,400
2月	▲23,721	▲495	▲23,850	▲25,294	1,444	625	1,042	▲3,898	▲4,397	732	3,268	3,877
3月	▲4,496	▲22	▲11,036	▲11,601	565	6,562	3,257	▲4,127	▲201	230	3,765	3,639
4月(P)	28,957	▲8	36,865	39,482	▲2,616	▲7,900	▲902	▲8,000	▲3,236	▲93	890	3,442
5月(P)	▲21,468	▲3	▲8,808	▲8,451	▲357	▲12,656	▲3,444	▲6,170	▲5,709	▲391	36	3,022
6月(P)	▲21,644	▲51	▲6,410	▲6,773	362	▲15,182	▲2,803	▲6,151	▲7,970	▲106	▲476	2,325
7月(P)	▲10,940	93	▲1,813	▲1,893	80	▲9,220	▲2,387	▲7,040	▲2,681	▲190	▲268	3,344

(注1) 証券貸借取引を除く  
(注2) ネットのマイナス(▲)は資本の流出(対外証券投資の増加)を示す。  
(出所) 財務省『国際収支統計』

国内投資家の部門別にみると、銀行部門は買い越し額を縮小させたものの、対外証券投資は3ヶ月連続の買い越しとなった（▲6,410億円→▲1,813億円）（資料4）。外債のうち中長期債では3ヶ月連続、短期債では2ヶ月連続で買い越しが続いている。外国株式は2ヶ月連続の売り越しとなった（32億円→22億円）。

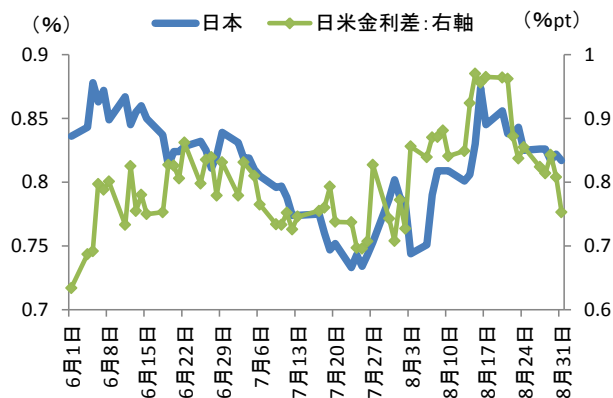
一方、生保・損保は外国株を売り越し（▲336億円→279億円）、外債では中長期債の買い越し額を縮小させた（▲7,816億円→▲2,588億円）ものの、短期債を買い越した（182億円→▲372億円）

資料5 超長期・長期債の金利差



(出所) 財務省「国債金利情報」

資料6 日米金利差（10年物国債）



(出所) 財務省「国債金利情報」、FRB Selected Interest Rates

また、日本証券協会『公社債投資家別売買高』や『国債投資家別売買高』によると、国内債券市場では、都市銀行の売買額は昨年3月以来の低水準となり、とくに長期金利が低下する中で、

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

4月以降買い増していた2～5年の中期国債や国庫短期証券の取引が停滞した。一方、地域金融機関（＝地銀＋第2地銀＋信用金庫）は、前月から引き続き10-20年や10-30年スプレッドの高止まりを背景に相対的に割安になった超長期国債や、それまでの売り越しからの買い戻しもあって昨年10月以来の買越額となった長期国債の買越額を増やした（資料5）。

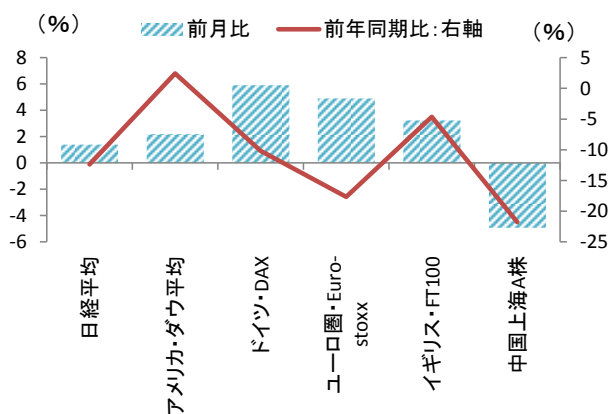
国内投資家にとって、7月上中旬にかけて国内金利が低下する中で日米金利差などから相対的に収益性が保たれたことが対外証券投資を後押しになったと考えられる（資料6）。また、国内の超長期金利が相対的に堅調であったことから、地域金融機関や生保・損保などを中心に国内超長期債への投資も増えた。対外債券の収益性と、国内超長期債の収益性という2つに向かって投資を進めた国内投資家のリスク回避的な姿勢と解釈できるだろう。

## ○海外投資家もリスクを取りにくい状況

海外投資家の動きをあらわす対内証券投資では、4ヶ月連続の流入超（1兆1,686億円）となった。内訳をみると、株式の流出超（▲1,535億円→▲2,243）が拡大し、海外投資家の日本株を手放す動きが強まった。また、中長期債（1兆665億円→7,815億円）の買い越し額が縮小した一方で、短期債（4,060億円→6,114億円）の買い越し額が拡大するなど、海外投資家の慎重な投資姿勢がうかがえる。7月の株価は前月から持ち直しに転じたものの、前年よりも低下しており、株式への需要の回復は限定的となっており、海外投資家は積極的にリスクを取りにいない（資料7）。また、長期金利は趨勢的に低下しており、債券の需要の底堅さをあらわしている（資料8）。

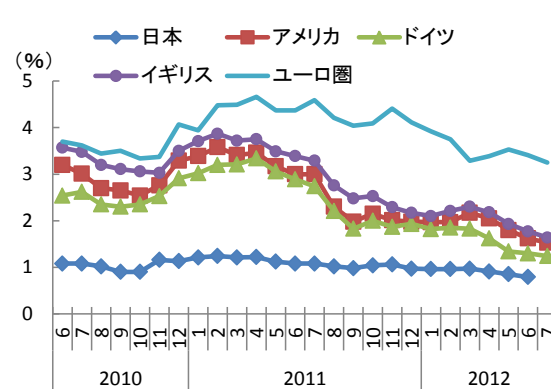
海外投資家は短期債を中心に引き続き買付額を増やしている背景には、世界的な債券買いの中で中長期債も買われた6月から、7月には米独の短期金利が低下する中で、低位ながら安定している日本の短期債が好感されたことがある。また、短期債が日銀当座預金の付利を下回る金利であっても、日銀当座預金を持たない海外投資家にとっては安全に収益をあげられることから、底堅い需要があったこともある。このように、海外投資家のリスク回避的な債券買いが続いている。

資料7 主要国の株価（7月）



（出所）外務省『主要経済指標』より作成

資料8 主要国の長期金利



（出所）外務省『主要経済指標』より作成

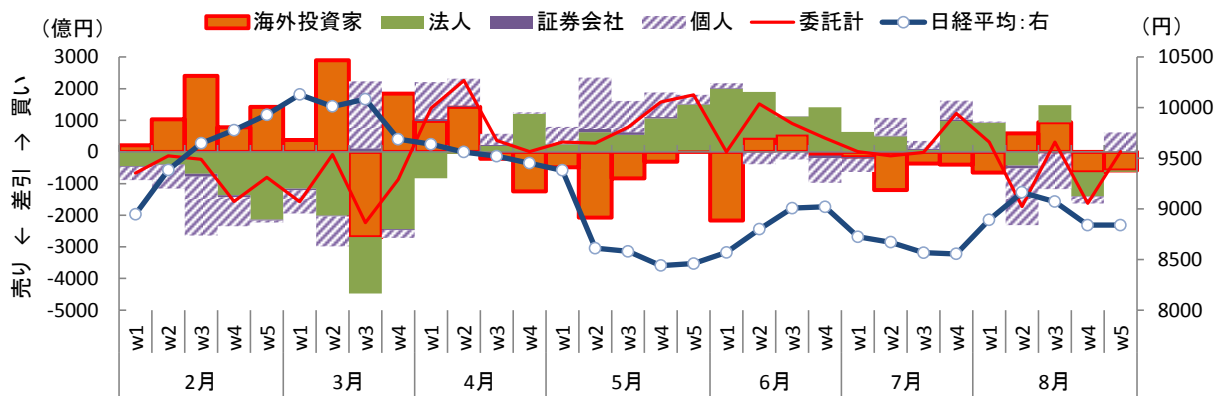
## ○8月以降の海外経済・金融市場の動向～景気減速から金融緩和期待が高まる～

『国際収支』では捉えられない8月以降の証券取引動向を整理しておく。まず、景気の全体感についてまとめると、7月末のドラギ ECB 総裁の講演によって南欧国債購入への期待感が高ま

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ったものの、8月中には主だった動きはなかったことに加えて、そもそも EFSF の買い入れが条件であったり、時期や規模が明らかでなかったり、当初7月とされた ESM も発足していないことから、不透明感が残った。7月の米雇用統計が市場予想を上回るなど米国の景気後退懸念が一旦後退した。しかし、8月下旬になると、欧州債務危機の悪影響が波及する中で、米国経済の停滞感が再確認され、中国の景況感も芳しくないことから、再び世界経済の先行き不透明感が高まりつつある。日本の景気も例外ではなく、8月28日に発表された『月例経済報告』でも、「景気は、このところ一部に弱い動きがみられるものの、復興需要等を背景として、緩やかに回復しつつある」と10ヶ月ぶりに景気判断が下方された。

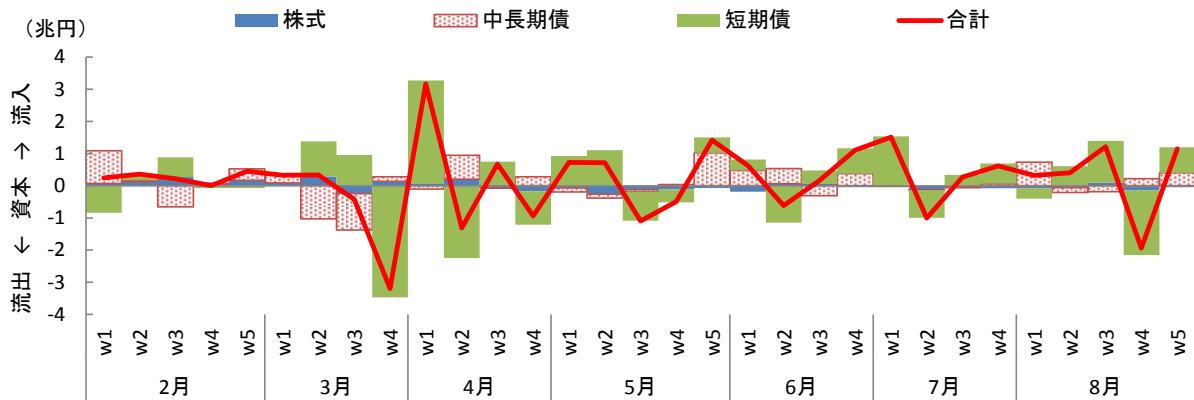
資料 12 株式3市場の売買代金



（出所）東京証券取引所『投資部門別株式売買状況』

まず、株式市場について『投資部門別株式売買状況』（東京証券取引所）をみると、海外投資家は5月から4ヶ月連続で売り越し、投資資金の海外流出が進んだ（7月▲2,133億円→8月▲338億円）（資料12）。また、週次で直近の動きをみると、8月第2～3週では景気の先行きに楽観的な見方が広がるなかでリスクをとる姿勢をとったものの、再び景気後退懸念が台頭し、海外投資家はリスク回避的になり、日本では国内株式を売り越した。

資料 13 対内証券投資



（出所）財務省『対外及び対内証券売買契約等の状況』

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

また、海外投資家の対日証券投資（対内証券投資）について『対外及び対内証券売買契約等の状況』（財務省）をみると、8月上旬は引き続き短期債を買い越す一方、中長期債を売り越す動きがあった（資料 13）。第4週には一旦短期債を大きく売り越す動きあがったものの、第5週には短期債・中長期債とも買い越すようになり、海外投資家のリスク回避的な姿勢がうかがえる。

以上のように、6月のギリシャのユーロ離脱など最悪の結果を免れたものの、スペイン地方財政問題などをはじめ、問題は次々と表れ、景気の減速感も払拭できない状況となっている。7月26日のドラギ ECB 総裁講演が市場の期待をつなぎ、9月6日には ECB 政策理事会で南欧諸国国債の買い増しの大枠が決定された。しかし、米雇用統計（8月分）では景気の弱さが確認されるなど、世界景気の減速感は払拭できない状況だ。こうした経済環境では、安全資産としての円、日本国債への資金の流入が続く可能性も否定できないだろう。一方、9月12～13日の FOMC で QE3 など追加金融緩和が示されれば、日米金利差が縮小することから、円高圧力が高まり、対外証券投資の足かせになることも想定される。投資家の動向は日米欧の金融政策と為替の動向に神経質な動きになると考えられる。