

基礎研 レポート

国際マネーフローから考える投資家のポートフォリオ・リバランス ～日本・米国の動きを中心に～

金融研究部 研究員 伊藤 拓之
(03)3512-1855 hitoh@nli-research.co.jp

1—ポートフォリオ・リバランスと金融市場の推移

ポートフォリオ・リバランスとは、投資家が持つ資産の構成比率を変更することである。例えば投資家の資産構成が株式 50%、債券 50%であったとき、金融市場の好転を予想して、その資産構成を株式 60%、債券 40%に変更する場合などがこれにあたる。2013 年 4 月より実施されている日本銀行の『量的・質的金融緩和政策』でも金融政策の経済・物価への波及経路の 1 つとして、以下のように取り上げられている。「これまで長期国債の運用を行っていた投資家や金融機関が、株式や外債等のリスク資産へ運用をシフトさせたり、貸出を増やしていくことが期待されます。これは、教科書的にはポートフォリオ・リバランス効果と言われるものです。」

本レポートでは、このポートフォリオ・リバランスに着目し、国際的なマネーフローの観点から投資家のポートフォリオ・リバランスの状況を確認してみたい。さらに投資家のポートフォリオ・リバランスから金融市場の「リスクオン/リスクオフ」といったリスク選好性を計測できる方法を紹介する。国際的なマネーフローを議論する前に、まずは各国の金融政策の動向及び債券・株式の金融市場の動向を確認しよう。

1 | 各国の金融政策と債券市場の状況

2008 年の世界的な金融危機以降、各国中央銀行は政策金利を上下させる伝統的金融政策のみならず、リスク性資産買入れ等の非伝統的金融政策も実施してきた。金融政策の継続期間をコミットするフォワードガイダンスを導入する場合もある。

日本銀行(BOJ)は物価上昇率 2%という物価安定の目標を 2 年程度の期間を念頭に実現するために、マネタリーベースおよび長期国債の保有額を 2 年間で 2 倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を 2 倍

以上に延長する等の「量的・質的金融緩和」の導入を2013年4月に決めた。

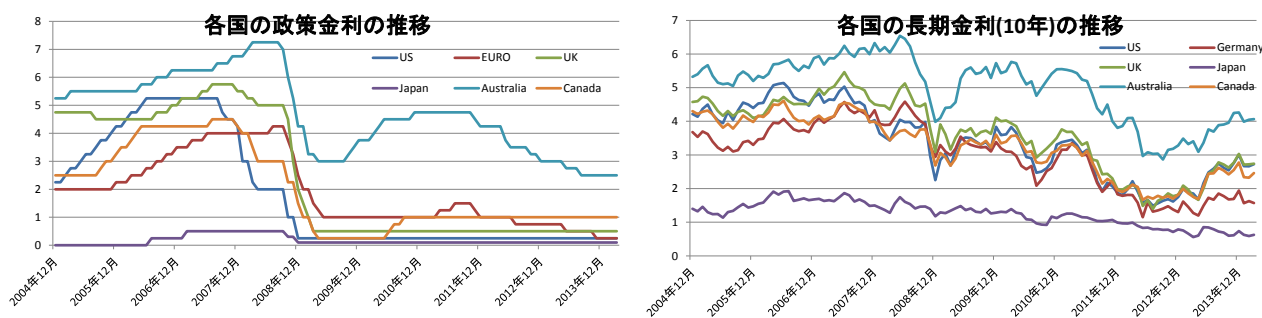
米国連邦準備制度理事会(FRB)は景気回復促進のため3度にわたる量的金融緩和策(Quantitative Easing, QE)を行ってきた。現在は労働市場を刺激し景気回復させるためゼロ金利政策の継続及び米国債や住宅ローン担保証券(MBS)の買入れ(QE3)を行っている。但し2013年12月に資産買入れ額の縮小に踏み切り、段階的に買入れ額を減らしている。

欧州中央銀行(ECB)は伝統的金融政策である政策金利の変更を中心に行ってきた。2011年一旦は政策金利を引き上げたが、欧州債務危機問題が深刻化するにつれ、再び政策金利を引き下げ現在は0.25%と最低水準としている。さらに「ECB理事会は政策金利が長期間にわたり現在と同水準か、またはさらに低水準になることを予想する」としてフォワードガイダンスを導入した。

イングランド銀行(BOE)は政策金利を最低水準の0.5%に引き下げ後、量的緩和政策である資産購入プログラムを実施している。資産購入枠は段階的に増額され、景気弱含みから追加緩和観測が台頭していたが、2012年7月以降は資産買入れ枠を据え置いている。好調な英国経済を背景に市場には2014年中の利上げ期待があるようだ。

オーストラリア準備銀行(RBA)は2013年に2度にわたり利下げを行い、政策金利を2.5%としている。カナダ銀行(BOC)は政策金利を1.0%の低水準に据え置いている。

図表1：各国の政策金利および長期金利(10年)の推移



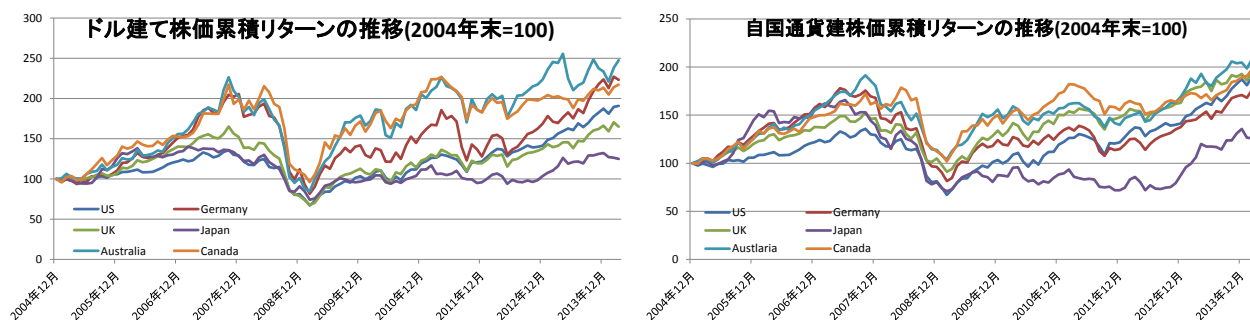
(資料) DataStream データを用いて筆者作成

各国の長期金利(10年)の推移(図表1右)を見ると、世界的な金融危機以降、各国中央銀行は大幅な利下げに踏み切った結果長期金利が低下し、米国・日本・英国では資産買入れ等の量的緩和政策を実施することで更なる長期金利の低下を実現してきた。2013年半ば以降になって米国で量的緩和政策の資産買入れ額の縮小の議論が始まると、米国の長期金利は将来の利上げを織り込んで上昇に転じ、他国の長期金利も追随し上昇に転じている。日本の長期金利は量的・質的金融緩和の継続が見込まれ、低位で安定して推移している。

2 | 株式市場の状況

各国ともに2008年の世界的な金融危機によって大幅に株価は落ち込んだが、その後の金融政策が功を奏して現在では、金融危機前の水準まで回復してきている。日本では他国に比べ株価の回復が大幅に遅れていたが、2012年後半以降の第2次安倍政権による経済政策(アベノミクス)により、2013年には大幅に株価が上昇した。しかし、ドル建て・自国通貨建てにおいても他国の株価上昇には依然として及ばない。

図表2：各国のドル建て/自国通貨建て株価の推移



(資料) MSCI データを用いて筆者作成

2—国際マネーフローから見るポートフォリオ・リバランス

次に国際マネーフローの観点から、ポートフォリオ・リバランスの状況を確認してみたい。米国の財務省が発表する対米証券投資(Treasury International Capital System)、日本の財務省が発表する対内及び対外証券投資から各国に流出・流入する資産構成に変化があるかを調べる。特に海外投資家の日本への投資を考える上でシカゴ先物取引所における通貨先物のポジションや東京証券取引所における投資部門別売買状況を用いて、為替動向や日本株式市場における投資家の動向も調査した。

1 | 対米証券投資とポートフォリオ・リバランス

対米証券投資は、米国への資金の流入および米国からの資金の流出を集計した統計であり、海外から米国の証券(米国債、政府機関債、米国社債、米国株式等)に流入した金額と、米国から外国証券投資(外国債券、外国株式等)により流出した金額を表している。米国の商業銀行、貯蓄金融機関、銀行の持ち株会社、カストディー業務機関、ノンバンク等からデータを集計し、米国財務省が各地域別に公表している。

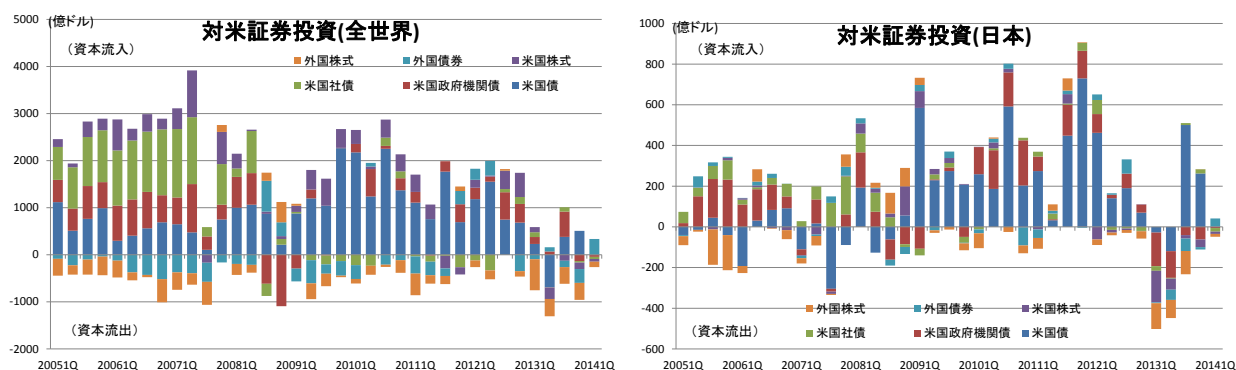
全世界からの米国への資金流入および米国から全世界への資金流出を見る(図表3左)と、2008年の金融危機以降の量的緩和政策により、大きく米国債・米国政府機関債へ資金流入が続いていたが、2013年半ばに米国FRBの量的金融緩和政策の資産買入れ額の縮小を市場が懸念した以後は、一転米国

債・米国政府機関債からの資金流出や資金流入額が少なくなっていることが分かる。

さらに日米間の資金の流出および流入に焦点を当てる(図表3右)と、全世界での資金の流れと同様に2008年の金融危機以降は米国債および米国政府機関債を中心に日本から米国に資金流入していたことが分かる。しかし2013年以降は米国の量的金融緩和政策の縮小懸念から米国から日本への資金流出となっている。

ポートフォリオ・リバランスの観点から見ると、2008年の金融危機以降は米国への資金流入はもっぱら債券を中心に行われていたが、直近では債券関連は資金流出に転じ、その代わりに外国株式等への資金流出が続いている。近年、金融市場では景気回復に伴う債券などの安全資産から株式などのリスク資産への資金シフトの大転換(グレイト・ローテーション、Great Rotation)の兆しがあると聞かれるが、対米証券投資のデータからは債券からの資金流出の傾向が捉えられる。

図表3：対米証券投資(全世界・日本)の推移



(資料) 米国財務省 データを用いて筆者作成

2 | 対日対外証券投資とポートフォリオ・リバランス

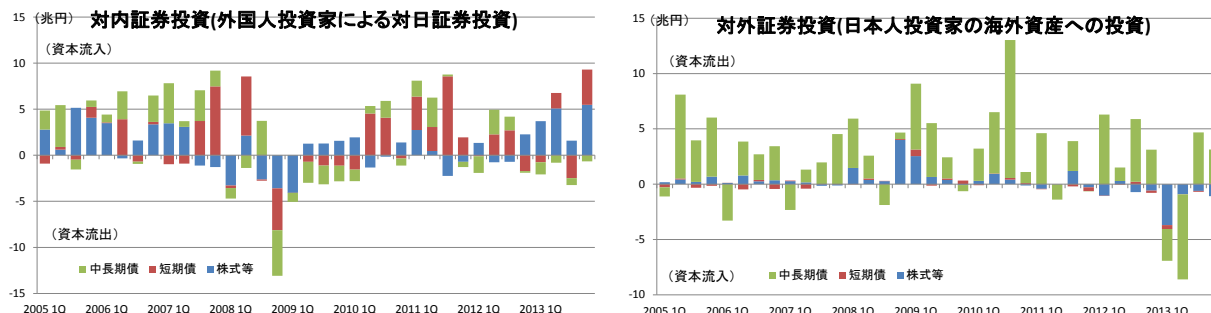
対内証券投資は、日本の非居住者が資産運用の一環として日本国内の金融資産(債券、株式、投資信託等)への投資金額を集計したもので、対外証券投資は日本の居住者が資産運用のため海外の金融資産への投資金額を集計したものである。対日対外証券投資の金額は、財務省が「対内及び対外証券投資の状況」として公表している。

外国人投資家による対日証券投資である対内証券投資(図表4左)を見ると、アベノミクスが話題となった2012年第4四半期以降は株式への資本流入が大きくなり、中長期債からの流出が起きていることが分かる。

一方日本人投資家の海外資産への投資を表わす対外証券投資(図表4右)を見ると、2008年の金融危機以降海外の中長期債への資本流出が増えていたが、2013年第2四半期では一転海外の中長期債

から資金引き上げが観測される。これは米国の対米証券投資同様に、米国の量的緩和政策の縮小懸念から国際的なマネーフローが変化している様子がわかる。

図表4：日本の対内証券投資・対外証券投資の推移



(資料) 日本財務省データを用いて筆者作成

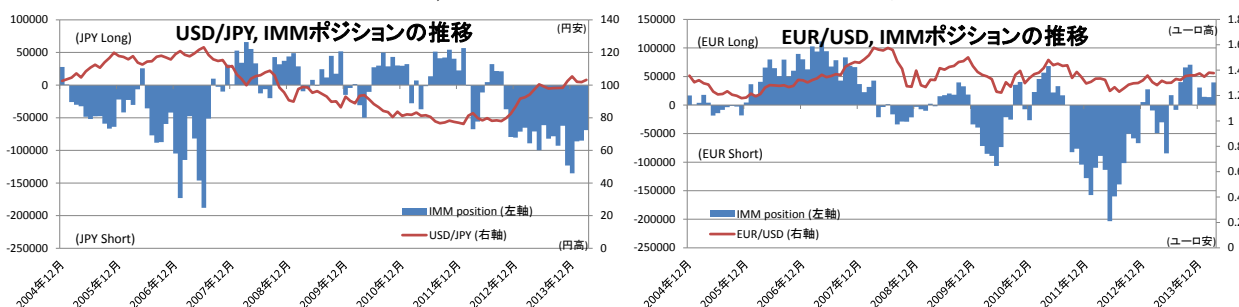
3 | マネーフローから考える為替動向

シカゴ・マーカンタイル取引所(Chicago Mercantile Exchange)に上場している通貨先物はそのポジション情報を公表している。投機筋(Non-Commercial)の買い(Long)と売り(Short)の枚数に注目し、ドル/円(USD/JPY)およびユーロドル(EUR/USD)に対するヘッジファンドやCTA(Commodity Trading Advisor)などの投機筋のポジションの変化に着目して、相場の方向性およびマネーフローを考えてみたい。

ドル円(USD/JPY)の推移とポジション情報(図表5左)を見ると、円安方向に推移しているときは、円売り(JPY Short)ポジションが大きくなり、円高方向に推移するときは、円買い(JPY Long)ポジションが大きくなるのが分かる。2012年末からのアベノミクス相場でも大幅に円安へと推移したが、投機筋のポジションは、円売り(JPY Short)ポジションに大きく傾いていた。直近では円売りポジションもやや減りつつ、円安方向への推移は落ち着いている。

ユーロドル(EUR/USD)の推移とポジション情報(図表5右)を見ると、ユーロ高方向に推移しているときは、ユーロ買い(EUR Long)ポジションが大きくなり、ユーロ安方向に推移しているときはユーロ売り(EUR Short)ポジションが大きくなる。現在ユーロドル相場はこう着状態だが、ポジションは若干ユーロ買いに傾いている。

図表5：為替(USD/JPY, EUR/USD)の推移とシカゴ IMM 通貨先物ポジション

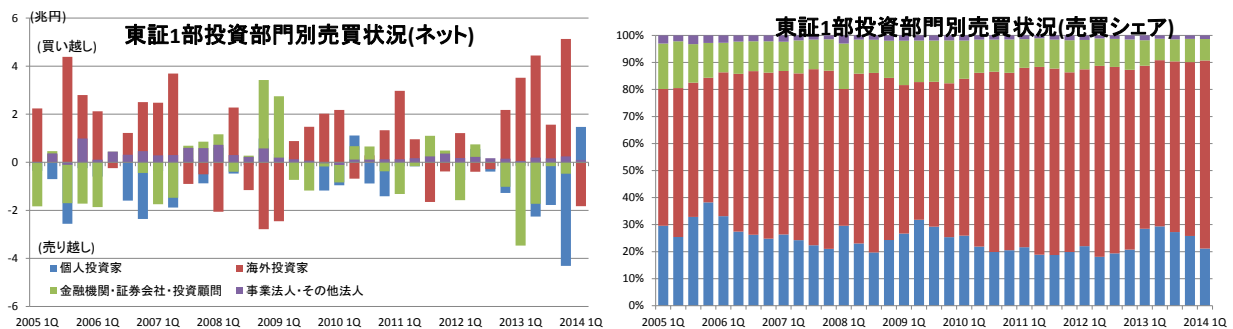


(資料) Chicago Mercantile Exchange, Datastream データを用いて筆者作成

4 | 投資主体から考える株式市場

東京証券取引所の投資部門別売買動向から、投資家別の売買状況および売買シェアを分析してみた。投資部門別の買い越し/売り越しの状況(図表6左)を見ると、株価が大きく上昇した2005年～2007年および2012年後半以降は海外投資家が大きく買い越していることが分かる。他方同時期に個人投資家や金融機関等は大きく売り越しており、海外投資家の順張り傾向、個人投資家の逆張り傾向がうかがえる。また投資家別の売買シェア(図表6右)を見ると、海外投資家が60%以上を占め、株式市場の主要プレイヤーとなっている。

図表6：東証1部投資部門別売買状況



(資料) 東京証券取引所データを用いて筆者作成

3——ポートフォリオ・リバランスから考える投資家のリスク選好性

1 | 投資家のリスク選好性

近年グローバル金融市場の変動要因を表わすのに、「リスクオン(Risk-on)」、「リスクオフ(Risk-off)」という用語がよく用いられる。「リスクオン」とは、投資家が高い収益を得るために、リスクが高い資産に積極的に資金を投資している状態を示す。一方、「リスクオフ」とは投資家がリスクを回避するために、安全資産に資金を移している状態を示す。

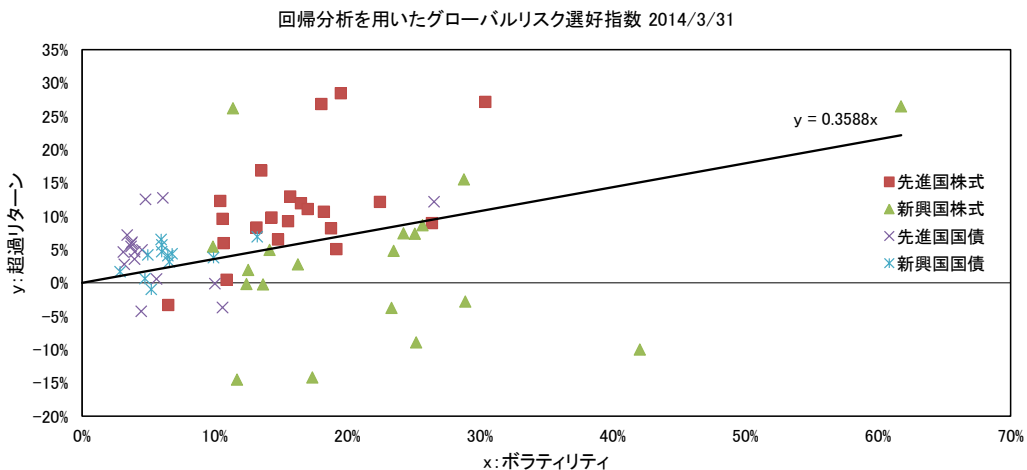
金融市場の「リスクオン」・「リスクオフ」はどのように判定するのだろうか。その一手段として、中央銀行や投資銀行はグローバルリスク選好指数(Global Risk Appetite Index)やグローバルマーケットストレス指数(Global Market Stress Index)を公表している。今回はポートフォリオ・リバランスの結果としての株式や債券のリターン・リスク分布をもとに回帰分析を用いたグローバルリスク選好指数を作成し、その推移と市場環境を分析した。

2 | リスク選好指数(Risk Appetite Index)の算出方法

各国の株式インデックス、債券インデックスの超過リターンとボラティリティについて、クロスセクションの線形回帰を行うことで、その傾きをリスク選好(risk appetite)とした。株式指数はMSCI株
 価インデックスの先進国 21 カ国^(注1)、新興国(エマージング・マーケット)19 カ国^(注2)、債券指数は
 Citi Group の WGBI(World Government Bond Index)の先進国 17 カ国^(注3)、Citi Group の ESBI (Emerging
 Sovereign Bond Index)の新興国(エマージング・マーケット)13 カ国^(注4)を用いた。これらのインデック
 スの6ヶ月の価格変化率(ドル建て、対米国TBレートとのスプレッド)を超過リターン、ボラティリ
 ティは過去1年の超過リターンの標準偏差を年率換算した。

リスク選好が高い「リスクオン」の局面では、投資家はボラティリティの高い資産への投資を積極
 化して、資産価格が上昇する傾向となり、その結果超過リターンとボラティリティ間の傾きが大き
 くなる。逆にリスク選好が低い場合、投資家はボラティリティの高い資産への投資を抑制して、リス
 クの低いボラティリティの低い資産へと投資するため、超過リターンとボラティリティ間の傾きは小
 さくなる。図表7に2014年3月末時点の回帰分析を用いたグローバルリスク選好指数を示した。

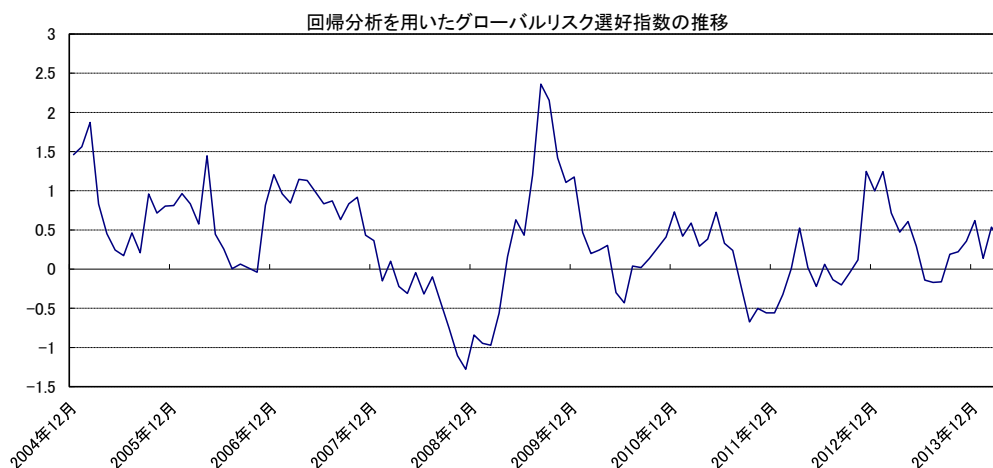
図表7：回帰分析を用いたグローバルリスク選好指数



(資料) MSCI, Citi Group データを用いて筆者作成

図表7で示した回帰分析を各月末で行ない、グローバルリスク選好指数の時系列推移を示したもの
 が図表8となる。金融市場が「リスクオン」の局面では回帰直線の傾きが正となり、グローバルリス
 ク選好指数も正の値をとる。リーマンブラザーズが破綻し金融市場が大混乱した2008年後半から2009
 年前半にかけては、リスク選好指数は大きく負に落ち込んだ。直近では米国のQE3縮小懸念から新興
 国からの資金流出が相次ぎ、リスクの高い新興国株式・債券のパフォーマンスが芳しくなかったため、
 一時的にリスク選好指数は負に落ち込み「リスクオフ」の状態であった。現在は正となり「リスクオ
 ン」の状態に回復しているが、ゼロ近辺であり安定的に「リスクオン」とは言えない。

図表 8 : 回帰分析を用いたグローバルリスク選好指数の推移



(資料) MSCI, Citi Group データを用いて筆者作成

4—まとめ

ポートフォリオ・リバランスの観点から、各国の金融政策や金融市場の推移を眺めた。国際マネーフローの観点から見て、債券からの資金流出が見られた。2012 年後半以降のアベノミクス相場の株高・円安は海外投資家が主導していた。2013 年以降は米国の量的金融緩和縮小懸念から債券から株式への資金シフトが一部見られた。さらにポートフォリオ・リバランスの結果として得られる投資成果から計測した投資家のリスク選好指標において直近は「リスクオン」・「リスクオフ」の変更が頻繁に繰り返され、不安定な状態であることがわかる。今後の金融市場の推移を考える上で、国際マネーフローや投資家のリスク選好という視点も不可欠といえよう。

(参考文献)

- ・日本銀行 「量的・質的金融緩和—読売国際経済懇話会における講演—」(2013)
- ・日本銀行金融市場局、「金融市場レポート 2008 年 7 月」(2008)
- ・M. Illing and M. Aaron “A Brief Survey of Risk-Appetite Indexes”, Bank of Canada Financial System Review June (2005)

(注1) MSCI 先進国は、オーストラリア・オーストリア・ベルギー・カナダ・デンマーク・フィンランド・フランス・ドイツ・ギリシャ・アイルランド・イタリア・日本・オランダ・ニュージーランド・ノルウェー・ポルトガル・スペイン・スウェーデン・スイス・米国・英国の計 21 ヶ国を用いた。

(注2) MSCI 新興国は、アルゼンチン・ブラジル・チリ・チェコ・香港・ハンガリー・インドネシア・イスラエル・韓国・マレーシア・メキシコ・フィリピン・ポーランド・ロシア・シンガポール・南アフリカ・台湾・タイ・トルコの計 19 ヶ国を用いた。

(注3) Citi WGBI は、オーストラリア・オーストリア・ベルギー・カナダ・デンマーク・フランス・ドイツ・アイルランド・イタリア・日本・オランダ・ノルウェー・スペイン・スウェーデン・スイス・米国・英国の計 17 ヶ国の長期国債(7-10 年)リターンを用いた。

(注4) Citi ESBI は、ブラジル・チリ・コロンビア・ハンガリー・インドネシア・マレーシア・メキシコ・フィリピン・ペルー・ポーランド・ロシア・南アフリカ・トルコの計 13 ヶ国のソブリン債のリターンを用いた。