基礎研レター

外債投資の失速が鮮明に

～国内投資家による外債投資の最近の動向と展望

経済研究部 上席エコノミスト　上野　剛志
(03)3512-1870　tueno@nli-research.co.jp

1――2021 年の外債投資動向

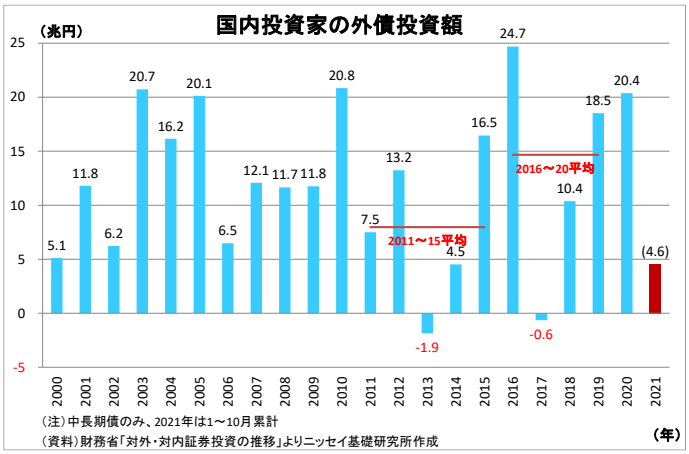
2021 年は世界的に経済活動の再開が進む中でインフレがテーマとなり、多くの中央銀行が金融緩和の縮小や利上げに舵を切った一年であった。

まだ昨年のデータは出揃っていないものの、世界の経済と金融政策が大きな転換点を迎えた中で、国内投資家が外国債券に対してどのような投資行動を採ったのかを可能な範囲で確認する。

1｜全体像

まず、データが出揃っている 21 年 1～10 月累計の国内投資家による外国債券投資（短期債を除く中長期債の買い越し額）は 4.6 兆円と 20 年（通年）から大きく減少し、17 年以来の低水準となった（図表 1）。4.6 兆円という投資額は直近 5 年間（2016 年～20 年）の平均年間投資額（14.7 兆円）と比べても明らかに低い水準となる。その上、大規模な金融機関など指定報告機関ベースで公表されている 11 月の動向（0.3 兆円の売り越し）、ならびに同じベースで週次で公表されている 12 月の動向（11/28～12/18 の期間累計で 2.3 兆円の売り越し）を勘案すると、21 年通年の投資額はさらに低位に留まった可能性が高い。つまり、近年活発になっていた外債投資は昨年に大きく失速したということになる。

（図表１）



2｜投資家別･･･誰が買い控えたのか？

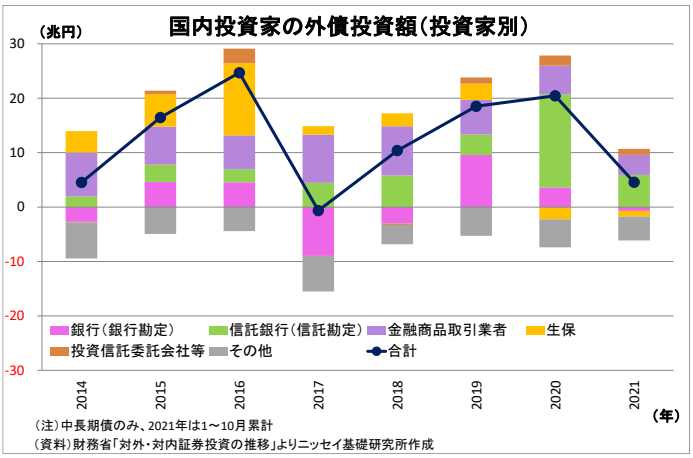
まず、内訳が確認できる昨年 10 月までについて投資家別の動向を見ると（図表 2）、公的・私的年金基金の動向を示すとされ、2020 年に最も買い越していた信託銀行信託勘定による買い越し幅の縮小（20 年 17.1 兆円→21 年 1-10 月 5.9 兆円）が目立つ。そして、同勘定の投資縮小が目立つ理由は、200

ニッセイ基礎研レター 2022-01-04 | Copyright ©2022 NLI Research Institute All rights reserved

兆円規模の公的年金積立金の運用を担う GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が外債の積み増しペースを鈍化させた影響が大きいとみられる。GPIF は近年、運用資産に占める外債の比率を段階的に引き上げ、その比率に達するように外債を急ピッチに買い増してきたが、20 年末の段階で既に目標の比率に達していた（図表 3）。従って、以降 21 年 9 月末までの積み増し額は限定的に留まっている。

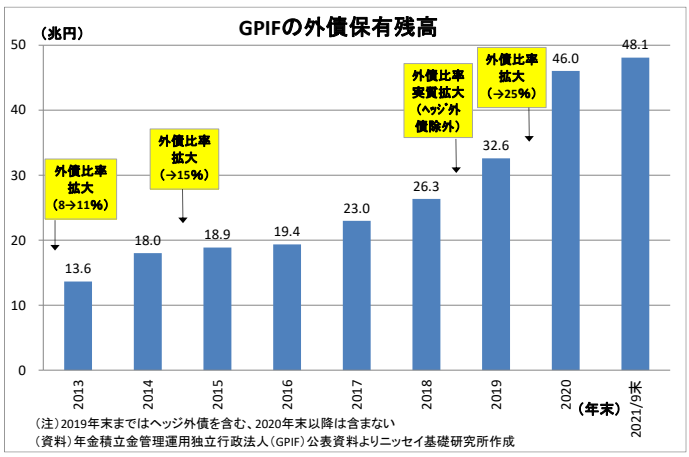
ただし、21 年は世界的に株価が大きく上昇したことから、広く年金基金において、リバランス（基本ポートフォリオとして設定した運用比率からの乖離を修正するための売買）目的の外国株売りが行われたとみられる。実際、同年 1～10 月の間に信託銀行信託勘定は外国株・投資ファンド持ち分を 9.6 兆円売り越しており、一部が外債に回った結果、外債投資額は前年から縮小したとは言え、同勘定は 20 年に続いて最大の買い越し主体の座を維持している。

（図表２）



（注）中長期債のみ、2021年は1～10月累計
（資料）財務省「対外・対内証券投資の推移」よりニッセイ基礎研究所作成

（図表３）

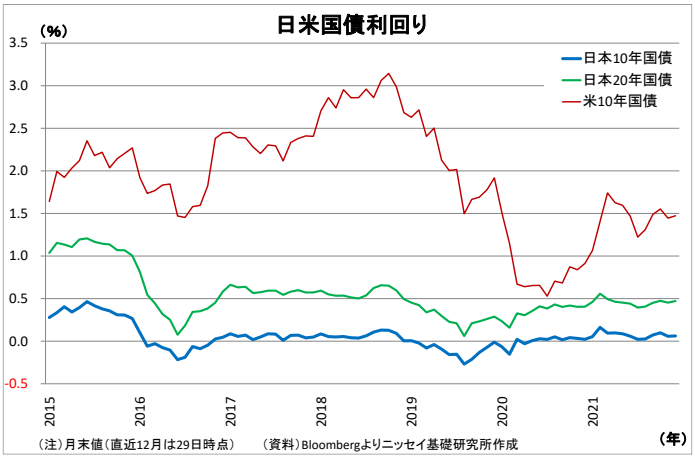


（注）2019年末まではヘッジ外債を含む、2020年末以降は含まない
（資料）年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）公表資料よりニッセイ基礎研究所作成

その他部門では、銀行（銀行勘定・20 年 3.6 兆円の買い越し→21 年 1-10 月 0.7 兆円の売り越し）が 21 年に外債を売り越しており、生保（20 年 2.2 兆円の売り越し→21 年 1-10 月 1.0 兆円の売り越し）も 2 年連続の売り越しとなった（図表 2）。

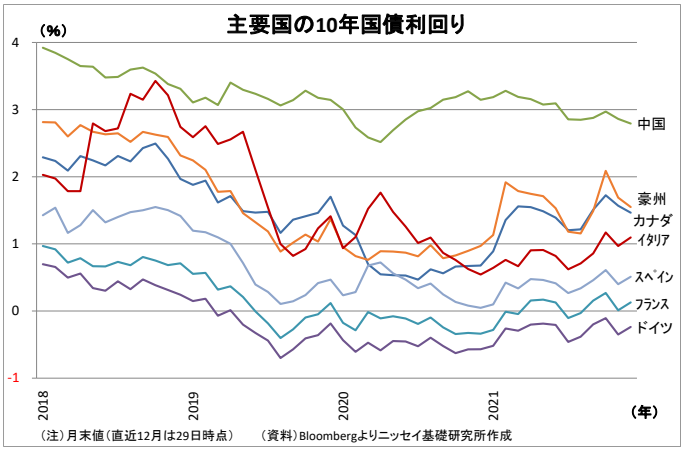
21 年には海外の金利（債券利回り）が持ち直して投資妙味が高まったものの（図表 4・5）、世界的にインフレが顕在化し、各国中央銀行が金融引き締め方向に舵を切ったことを受けて、先行きのイン

（図表４）



（注）月末値（直近12月は29日時点）　（資料）Bloombergよりニッセイ基礎研究所作成

（図表５）



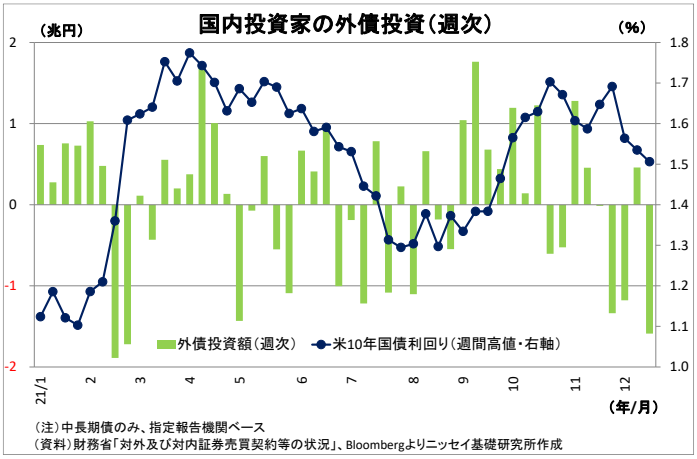
（注）月末値（直近12月は29日時点）　（資料）Bloombergよりニッセイ基礎研究所作成

 Copyright ©2022 NLI Research Institute All rights reserved

フレ・金利上昇リスクへの警戒感が高まり、これら投資家の外債投資意欲を慎重化させたとみられる。インフレは債券価値の実質的な目減りを、金利上昇は名目債券価格の下落を意味するためだ。現に、昨年の国内投資家による外債投資動向を週次で確認すると、米長期金利が急上昇した 2 月や、米国などでインフレが高進して長期化懸念が高まった 11 月以降の売り越しが目立つ[1]。

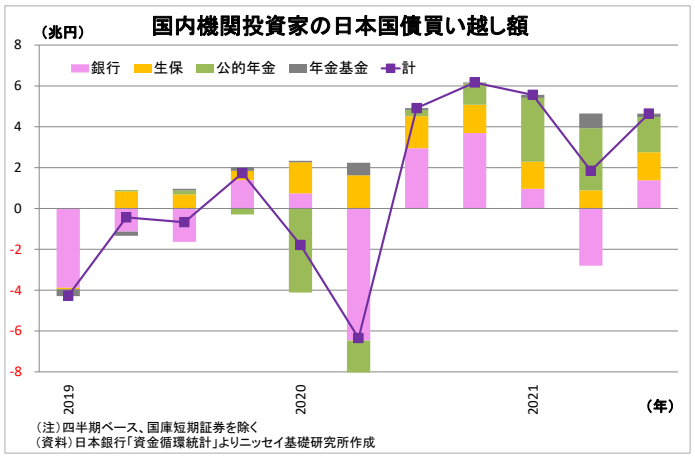
その反面、生保では 21 年も日本国債の明確な買い越しが続いている[2]（図表 7）。インフレ・金利上昇リスクの高い外債を避け、金利は低めとはいえ、デフレ体質で日銀の介入によって金利上昇リスクが強制的に抑えられている日本国債に資金を振り向けたとみられる。

（図表６）



（注）中長期債のみ、指定報告機関ベース
（資料）財務省「対外及び対内証券売買契約等の状況」、Bloombergよりニッセイ基礎研究所作成

（図表７）



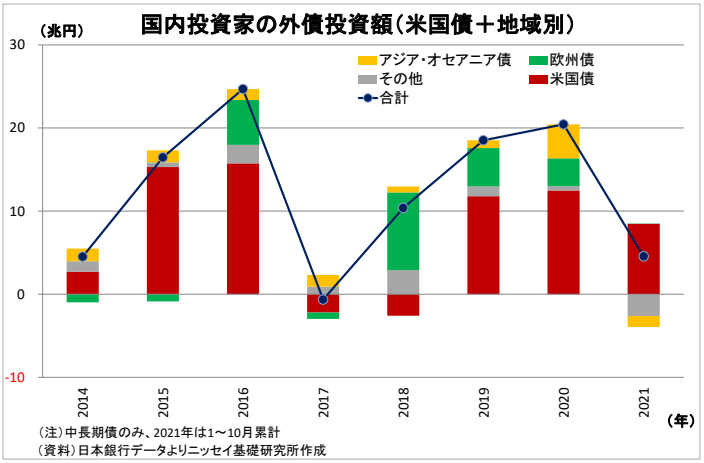
（注）四半期ベース、国庫短期証券を除く
（資料）日本銀行「資金循環統計」よりニッセイ基礎研究所作成

3｜投資先別･･･どの国の債券を買い控えたのか？

次に国内投資家による外債投資の投資先の国・地域を確認すると、軒並み投資額が減少している。

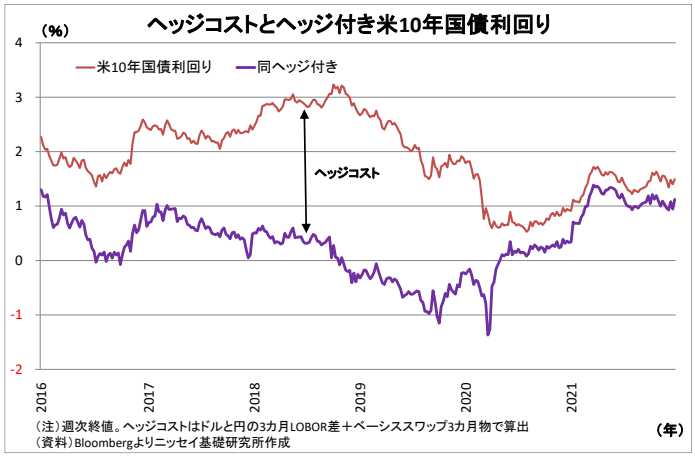
従来、外債投資におけるメインの投資先である米国債（主力の国債のほか社債などを含む）は、2021 年 1～10 月にかけて 8.5 兆円の買い越しと大幅な買い越しながら、20 年通年と比べると 4 兆円減と減速している（図表 8）。また、既述の通り 11～12 月の外債投資はトータルで売り越しとなっていることから、通年ではさらに減速している可能性が高い。

（図表８）



（注）中長期債のみ、2021年は1～10月累計
（資料）日本銀行データよりニッセイ基礎研究所作成

（図表９）



（注）週次終値。ヘッジコストはドルと円の3カ月LOBOR差＋ベーシススワップ3カ月物で算出
（資料）Bloombergよりニッセイ基礎研究所作成

1 そのほか、夏場の売り越しも目立つが、この際は米金利低下（債券価格上昇）に伴って利益確定売りが優勢になったものとみられる。

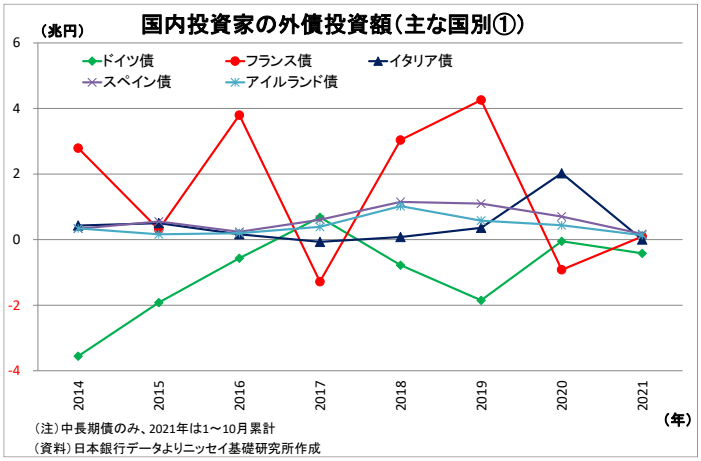
2 21 年は公的年金による日本国債買い

 Copyright ©2022 NLI Research Institute All rights reserved

昨年の米国国債利回りは上昇したうえ（図表 4･6）、為替のヘッジコストが低位で安定して推移したことで、ヘッジコスト控除後の米国債利回りも持ち直し（図表 9）、投資妙味が高まったにもかかわらず、投資が手控えられたことになる。同国ではインフレが高進し、FRB の利上げ観測が高まったことで、先々の金利上昇リスクやヘッジコスト上昇リスクが嫌気された可能性が高い。

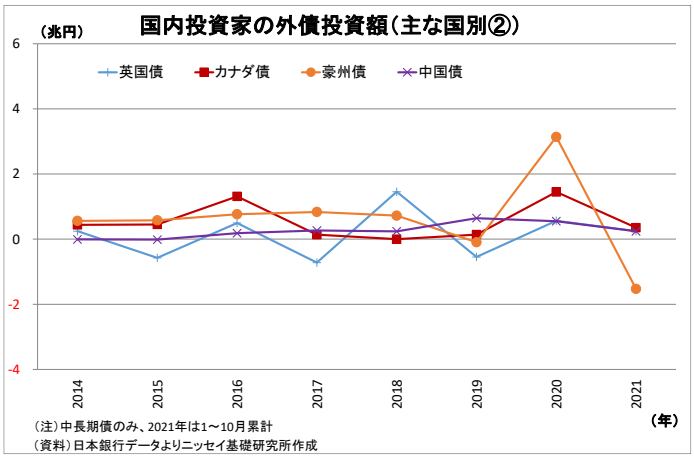
また、欧州債（20 年 3.3 兆円の買い越し→21 年 1-10 月 0.0 兆円の買い越し）への投資も振るわなかった（図表 8･10･11）。中核であるユーロ圏各国の金利水準はもともと米国よりも低いことから投資妙味に欠けるうえ（図表 5）、ユーロ圏でも物価の上昇が続いたことで、ECB による先々の量的緩和縮小や利上げに伴う金利上昇リスクが警戒された可能性がある。

（図表 10）



（注）中長期債のみ、2021年は1～10月累計
（資料）日本銀行データよりニッセイ基礎研究所作成

（図表 11）

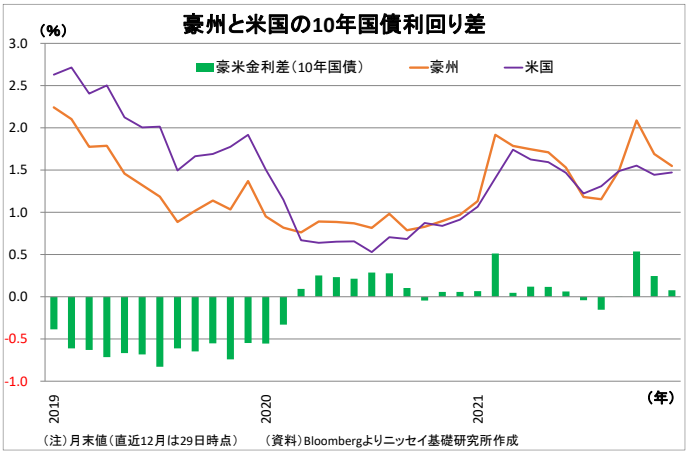


（注）中長期債のみ、2021年は1～10月累計
（資料）日本銀行データよりニッセイ基礎研究所作成

さらに、豪州債（20 年 3.1 兆円の買い越し→21 年 1-10 月 1.5 兆円の売り越し）については、一昨年の大幅な買い越しから、売り越しに転じている。

同国では昨年も主要地域においてロックダウンがたびたび導入され、景気の不透明感が強い時期が続いたうえ、夏場には同国の金利水準が米国を下回ったことで（図表 12）、相対的な投資妙味が低下した。また、為替市場において円安豪ドル高が進んだことで利益確定的な同国債売りが発生したことも影響したと考えられる。

（図表 12）



（注）月末値（直近12月は29日時点）　（資料）Bloombergよりニッセイ基礎研究所作成

2――2022 年における外債投資の展望

最後に、今年の外債投資の動向を考えると、昨年に続いて海外の金利とインフレの動向がポイントになる。

まず、世界の中心的な金利指標である米国の国債利回りは、FRB による緩和縮小と段階的な利上げに伴って緩やかに上昇すると見込まれる。これに伴って、米国以外の国々の金利にも上昇圧力がかか

 Copyright ©2022 NLI Research Institute All rights reserved

るだろう。海外金利が上昇すれば、先々のインフレや金利上昇リスクに対するバッファが厚みを増すことになる。一方、海外のインフレについては、コロナの感染が抑制されて強い行動制限が回避されることによって供給制約が緩和されるにつれて、次第に落ち着いてくることが予想される。

従って、外債投資の観点では、金利上昇による投資妙味向上とインフレ懸念の緩和が追い風になる一方で、先々の金利上昇リスクと米利上げに伴うドルヘッジコストの上昇が重荷となる形となり、国内投資家による外債投資額（特にヘッジ無しのオープン外債）は昨年からやや持ち直すと見ている。

また、来年の外債投資を考えるうえでは、もう一つ注目すべき要素がある。それは、政府によって設立された大学ファンドの運用開始だ。同ファンドの資産規模は約 10 兆円で、今年度内に運用が開始される見込みとなっている。運用資産の割合については、グローバル株式 65%、グローバル債券 35%を目安とする方針が示されている[3]。外債の割合や投資の時期・ペースは今のところ不明だが、同ファンドによって、今後、外債投資の追加的なフローが兆円規模で発生する可能性がある。

以上の通り、昨年の国内投資家による外債投資は失速した。外債投資における為替ヘッジの有無の割合は不明だが、ヘッジをかけないオープン外債の場合には、円売り外貨買い取引を通じて為替市場における円安圧力になる。従って、昨年、国内投資家の外債投資が失速したことは、為替市場において円安圧力の低減として働いた可能性が高い。一方、筆者の見立て通り、今年の外債投資がオープン外債を中心に持ち直せば、円安をサポートする材料となる。

3 「世界と伍する研究大学の実現に向けた大学ファンドの資金運用の基本的な考え方」（令和３年８ 月　総合科学技術・イノベーション会議）

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。