

12) 外国人投資家の動向について

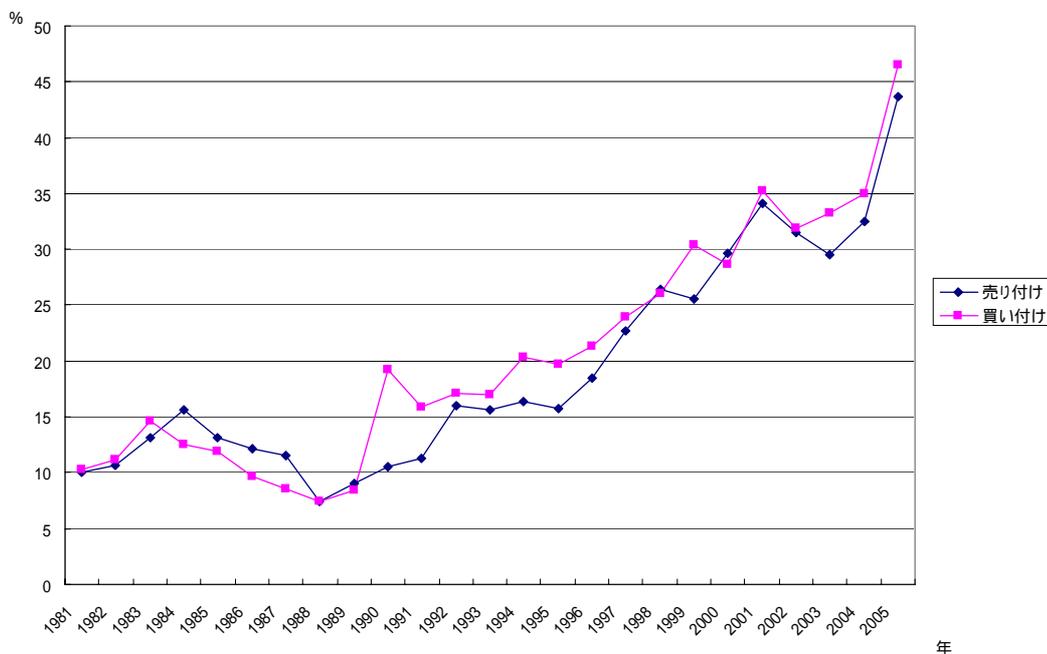
駒澤大学経済学部教授

代田 純氏

(1) 外国人投資家～歴史と現状～

90年代までに外国人投資家に関する本は2冊くらい出ており、そういった先行の分析で過去のいわゆる外国人投資ブームを振り返ってみると、第1次が1961年から1962年にかけてソニーやホンダのADRが発行された時期。第2次が67年から70年のところでIMF8条国移行やOECD加盟の時期。第3次が71年から72年のスミソニアン協定に伴って円高が進んだ時期、それから第4次が79年から82年でいわゆるオイルマネーが日本に最初にやってきた時期。

(図表12-1) 外国人投資家のシェア

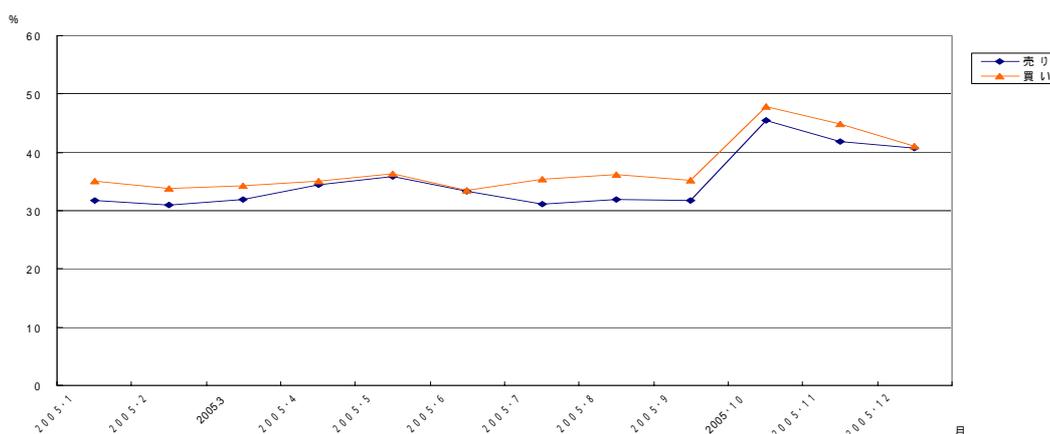


図表12-1の最初のちょっとした山は、83年から84年にかけて来ているが、ここで既に第5次ということになる。それから第6次が90年のところで、これは世界的な株高ブームで、国際分散投資が始まった時期。第7次が95年から96年にかけてのところで、日本の構造改革が海外からも期待されて買われた時期。さらに第8次が大体99年のところで、ITブームで日米ともにそういった関連の銘柄が買われた。それから第9次が2001年ぐらいのところで、米系ファンドがやや出始めたということで薬品や電機といった収益性のよい銘柄が買われた。このように現在の2005年のところは非常に鋭角的に上昇しているが、既にもう第10次になる。

図表12-2で、昨年の大体の状況を振りかえると、当初から外人のシェアが30%を超えるといった状況だったわけだが、特に夏場から非常に外人のシェアが高くなってきている。

8月に政府、日銀から景気の踊り場脱却宣言が出てそれがきっかけになったと言われているが、基本的には企業業績の回復見通しが非常に楽観的になったことが大きな要因と思う。ピーク時には大体一昨年の倍、50%に近いところまで上がってきた。1月27日の新聞によると、また今年1月になってから上がっているようで、こういったトレンドが現在も続いていると考えられる。

(図表12-2) 外国人投資家のシェア (売買代金、三市場)



図表12-3は、東証の地域別の外国人の売買状況だが、売買合計額におけるシェア、左方の数字はその%。右方は差引の純の買越額、あるいは売越額、▲が売り越したがそれを見地域別に見たもの。

(図表12-3) 地域別外国人売買状況

	米国	欧州	アジア	その他	総計
1987	15.5 ▲ 11,999	50.8 ▲ 43,085	24.4 ▲ 11,859	9.3 ▲ 2,294	▲ 69,238
88	14.4 460	49.2 ▲ 4,110	24.8 ▲ 156	11.6 4,927	1,121
89	17.2 4,182	47.5 ▲ 16,727	22.4 ▲ 4,871	12.9 ▲ 375	▲ 17,773
90	19.2 323	45.6 ▲ 19,859	20.4 ▲ 4,379	14.8 ▲ 232	▲ 24,147
91	20.5 17,418	45.5 22,279	24.3 11,970	9.7 5,241	56,907
92	22.3 6,961	43.0 1,861	25.9 1,378	8.8 ▲ 1,045	9,156
93	29.0 8,504	39.2 1,746	24.1 2,748	7.7 1,428	14,425
94	33.0 17,140	43.5 16,896	17.0 5,855	6.5 1,904	41,796
95	37.6 23,993	40.9 14,925	16.5 2,548	4.9 227	41,692
96	34.2 9,049	42.2 20,545	19.6 4,150	4.0 66	33,811
97	38.3 11,071	40.1 10,959	17.3 ▲ 5,080	4.3 ▲ 2,198	▲ 14,751
98	43.5 9,140	37.4 ▲ 9,754	16.3 ▲ 1,730	2.8 ▲ 559	▲ 2,902
99	43.7 60,701	36.4 15,596	17.9 1,491	2.0 103	91,306
2000	38.7 ▲ 28,449	37.9 2,189	18.7 4,113	4.6 ▲ 1,451	▲ 23,598
2001	38.4 40,183	36.8 ▲ 11,097	19.5 ▲ 498	5.2 ▲ 4,540	24,039
2002	35.7 12,720	37.9 ▲ 2,070	20.8 ▲ 590	5.7 ▲ 1,390	8,860
2003	29.5 44,151	47.3 29,635	20.1 7,682	3.1 817	82,285
2004	28.9 33,836	47.9 31,915	21.4 7,615	1.9 2,153	75,520
2005	27.6 54,564	47.0 36,976	24.4 10,552	1.1 1,911	104,005

(注) 売買代金における構成比率(%)と純取得額(億円)。

(出所) 東証統計月報

最近、欧州系のシェアが非常に高くなっていて、その陰にはオイルマネーがあるのでは

ないかと言われている。しかし、私の意見は、それほどでもないというのが結論。そういった話が出るぐらい、欧州系のこの3年間ぐらいのシェアは、47%、48%ぐらいということで、非常に高くなっている。現在のところ欧州系の外人の売買状況も大幅の買い越し状況で、年間3兆円ぐらいの買い越しとなっている。

こういった状況は、1987年から90年にかけてのところでは売買代金におけるシェアが大体48、49、あるいは50%まで上昇した時期がある。しかしながら、その時期は右方に示されるように非常に大きく売り越している。この時期のシェアは現在と同じようなシェアに高まったが、現在とは、売りと買いが異なっていることに大きな違いがある。

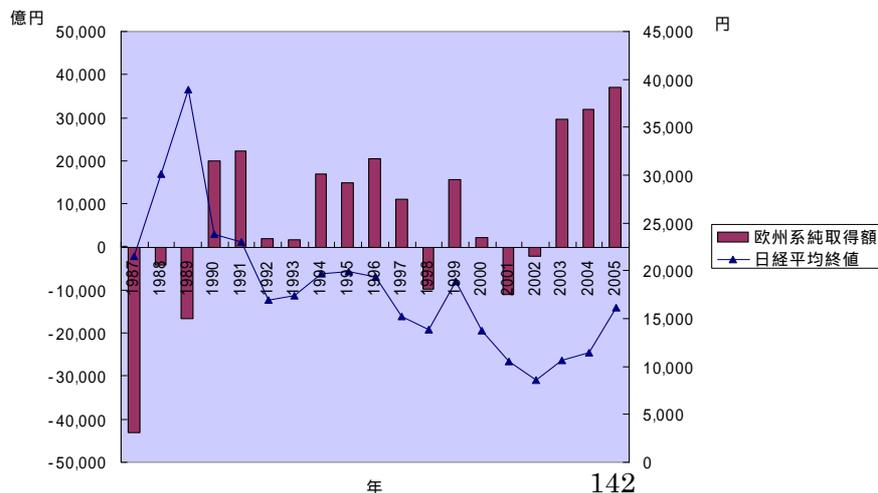
図表の「その他」のところはオイルマネーであると、かつては一般的には言われており、90年の「その他」のところのシェアが11%から12%に高まっていて、これがオイルマネーと言われているわけだが、現在のところは2004、2005のところで1%前後と、ここの部分はほとんど小さい状況になっている。

今回の報告のために、クウェート・インベスメント・オーソリティのホームページからメールを送り、私は日本の大学教授でアカデミックな目的のための質問だということで「ロンドンでどれぐらい運用しているのか」と聞いたが、今のところ答えをもらっていない。

ただクウェートの場合もロンドンに持って行って運用しているという状況になっているので、やはりその他のところでオイルをつかむことはもう今はできないといった印象を持っている。

図表12-4に欧州系投資家の純取得額を示した。シェアとしては高まった時期が過去2回ほどあったと説明したが、前回は非常に大きく売り越している。今回は非常に大きく買い越しており、基本的に投資のスタンスが変わったという印象を持っている。図表の一番左方に示したように、1980年代の後半の非常にシェアが高まった時期は、大きく売り越しているが、この時は日経平均の非常に上がった時期で、3万9,000円ぐらいまで日経平均が上がった。

(図表12-4) 欧州系外国人投資家と日経平均



ところが、90年代以降だんだんとスタンスが変わってきており、例えば94年から96年のところで日経平均がやや反転して、上昇する時期があるが、この時期に欧州系の外人が買い越しを始めている。それから98年にやや日経平均が下がったわけだが、この時期は売り越し。99年、日経平均が戻ると大体買い越しといったことで、90年を境にして従来のいわゆる逆張りから順張りに変わってきた状況が読みとれる。

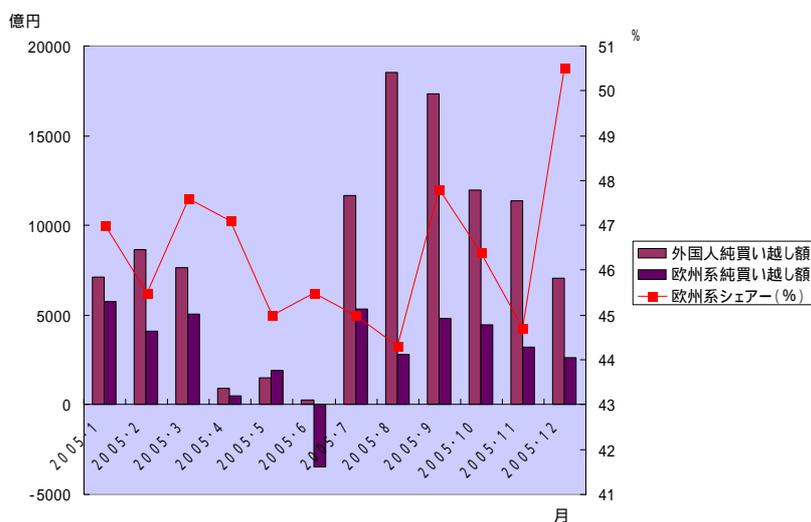
単純に考えれば、ほかに買う人がいないので、外人が買えば上がるといったことが一つあると思う。ただそれだけではなく、複数のファンドマネジャーの意見を聞いたが、年金や投信のパフォーマンスの評価が非常に頻繁になってきており、毎月毎月、どこのファンドのマネジャーが何%の成績を上げたとか、毎月のようにホームページや雑誌に出てくる。そうすると、かつてのように1年後を見て長期的な観点で、逆張りでやっていって良い成績を上げようといったことがやりにくくなっていると考えられる。

このように、欧州系の外人も短期のパフォーマンス重視となり、単純にほかに買う人がいないからというところも基本にはあるので、この2つが影響していると思うが、いずれにせよ最近順張りになってきていると考えられる。

2005年の場合は、図表12-5に示したように、外人は大幅に買い越したが、上述したように7月からこの買い越しがスタートした。左方の棒グラフが外国人全体で、右が欧州系となっている。特に8月、9月と大幅に買い越しており、欧州系に限っても7月は5,000億円、

8月が3,000億円、9月、10月が4,800から4,500億円程度といったような買い越しの金額になっている。その中で欧州系の買いつけにおけるシェアも9月は48%ぐらいまで上昇しており、かなり欧州系のシェアが高くなってきている。後で大体この数字を参考に解説をするので、4,000～5,000億円ぐらい欧州系のネットの買い越しがあることを念

(図表12-5) 欧州系投資家のシェア



頭に置いてほしい。

(2) 欧州系外国人投資家

(図表12-6) 欧州系資金運用機関

(単位:100万ユーロ)

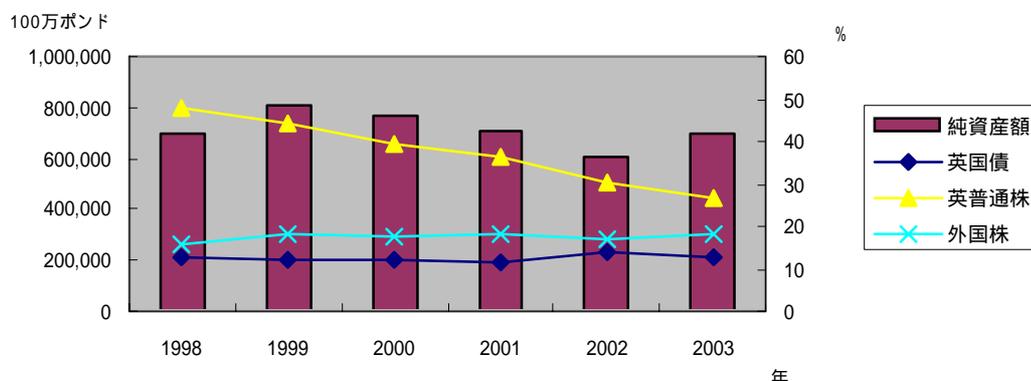
順位	機関名	国籍	運用資産		株式			債券			
			2003	2002	欧州	米	その他	欧州	米	その他	
1	UBS (UBS asset mg)	スイス	1,418,893	1,401,364							
			368,744	367,403	58,137	44,039	35,834	82,988	34,989	40,771	
2	Allianz (RCM)	ドイツ	934,590	917,984	計213,458			計899,222			
			38,314	42,748	2,472	19,925		842	2,157	2,005	
3	Barclays Global Investors	イギリス	848,930	711,489	98,812	372,114		11,013	52,233	55,921	38,737
4	AXA (AXA financial)	フランス	775,000	742,000							
			404,922	398,248		175,881	欧州19,804			98,229	欧州28,898
5	Credit Suisse (Credit Suisse asset management)	スイス	789,295	798,022							
			253,347	283,752	計141,844			計81,310			
6	Deutsche Asset Management	ドイツ	588,930	725,545	40,029	43,713		82,922	81,238	114,827	37,229
7	JHG	オランダ	482,885	443,227	88,222	74,789		17,980	117,830	98,445	22,591
8	Aviva (Aviva Fund Management)	イギリス	339,998	318,431							
			157,431	180,947	41,888	3,578		12,034	81,474		9,888
9	DJS	フランス	314,575	298,094	37,375	44,880		8,481	134,738	33,794	5,362
10	Fortis (Fortis Investment Management)	オランダ	305,980	289,817							
			77,951	72,785	21,459	8,312		1,180	31,838	4,354	870
13	SG asset management	フランス	239,022	231,893	28,487	35,175		35,942	44,780	30,771	13,048
25	J.P.Morgan Fleming Asset MNG	イギリス	143,753	139,101	15,808	8,277		33,505	19,478	1,128	18,321
29	Schroder	イギリス	139,275	133,313	51,828	5,218		37,203	19,808	5,048	4,318

(出所) Institutional Investor, November 2004
 (注) 計は合計額、欧州は欧州との合計額。
 13位以下は株式の欧米以外が300億ユーロ以上のもの。

図表12-6に、欧州系の外国人の投資家と言われている機関の資金運用額を示した。1位がUBS、2位がアリアンツ、3位がパークレイズ、4位がアクサ、5位がクレディスイスということで、基本的にスイス・ドイツ系は資金力としては非常に大きい。基本的にやや債券にウエートがかかった運用状況で、株式に関しては、ややEU域内、欧州系のウエートが高い運用で、いわゆる日本株を中心とした域外の株式投資は余り高くない。それに対してパークレイズが株のウエートが非常に高くなっている。太線にしてあるが、1,373億ユーロということになるが、こういった形でイギリス系がアジア、日本の株式投資については歴史的な経緯もあると思うが、やはり金額的には大きくなっている。

パークレイズはイギリスやEUの中の年金、投信で非常に高いシェアを持っている状況と思う。

(図表12-7) イギリス年金資産と構成



その反面、外国株の比重は上昇トレンドにあり、2003年、2004年ぐらいのところでは外国株に関しては18%ぐらいまで上がっている。イギリスの国債は大体横ばいで、10%~11%

ぐらいで推移している。イギリスの年金は株の組み入れ比率は、98年でみると内外合計で60%ぐらいになる。何故、比率が高いのかを現地の運用者に聞くと「これはリスクを減らすためだ」と答える。彼らの頭の中には、とにかくインフレが非常に大きくあるようで「インフレヘッジのために株式でやるんだ」といったことで、70年代後半にインフレにより債券でやられたことが頭にこびりついて離れないようだ。

(図表12-8) 年金評価機関による年金投資動向

	(単位: %)											
	2004	2005・1	2005・2	2005・Q1	2005・4	2005・5	2005・Q2	2005・7	2005・8	2005・Q3	2005・10	2005・11
全体実利回り	10.2	1	2	2	2.5	4.2	4.7	3.8	0.3	8	-2.7	4.2
英株指数利回り	12.8	1.3	2.6	3	-2.3	3.9	5	3.4	1.2	8.2	-2.9	3.3
外国株指数利回り	7.6	-0.5	1.2	0.5	-3.3	7.3	6.7	5.9	-1.7	9.2	-2.6	6.4
日本株指数利回り	7.8	-0.3	-0.1		-3.6	4	1.8	2.7	4.7	19.9	-0.9	6.2
英株実利回り		1.7	2.5		-2.9	3.8		3.4	1.3		-3	3.6
外国株実利回り		-0.4	1.6		-3.5	6.6		5.8	-1.2		-2.9	6
日本株実利回り		0.1	-0.3		-3.1	3.3		2.7	4.7		-0.9	6.5
英株比率	51	51.3	51.5	51.2	50.3	50.2	50.6		50.1	49.9		48.5
外国株比率	32.1	31.9	32.3	32.3	32.4	32.6	33.2		34	35.1		36.1
北米株比率				7.5	8		8		8.2			8.7
欧州株比率	12.7									13.3		
日本株比率	5.1			5.2			5.3		5.7	6.3	6.5	6.7
新興株比率											2.4	2.6

(出所) RussellImbalanceH.P.から作成
 (注) 1989年からデータ開始。7月の運用機関による3210億ポンドの合同運用年金基金が対象。

図表12-8は、ラッセルメロンキャップスという年金評価機関がペーパーベースで毎月、イギリスの年金の投資状況のレポートを出しており、その中から数字を拾って作成したもの。穴が空いているところはこのレポートに数字が載っていないもの。一番下から2つ目のところに日本株比率があるが、2004年から5%ぐらいは日本株を持っていたが、2005年の後半にかけて非常に上がってきている。特に上がったのが2005年8月で5.7%、2005年の第3クォーターは9月末だが、6.3ということで、上述したように2005年の夏場ぐらいに1%ポイント程度、日本株のウエートが上がった。秋にかけてはもっと上がっている。資産残高が8,000億ポンドということで換算すると、この1ポイントは、為替レートにもよるが、少な目に見積もっても月間7,000~8,000億円ぐらいの金額になる。これはポートフォリオにおける組み入れ比率なので基本的には純買い越しと考えてよいと思うが、かなり大きな金額なる。

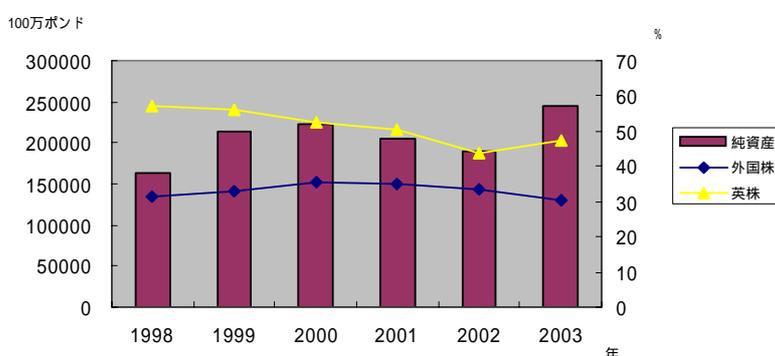
東証での欧州系の外人の月間買越額が5,000億円前後と上述したが、その一定部分は後述するようにロンドンで執行している部分もあるとは思うが、年金の部分だけでも結構な数字になっている。

ただ、7月に東証の欧州系外国人の買い越しがかなり増えているが、年金や投信のポジションはそれほど動いていないようで、7月に関してはオイルマネーが入っている可能性があると思われる。

図表12-9は、イギリスの投資信託の資産額を示したもの。イギリスの投資信託はユニッ

トトラストと言われている部分と、インベスメントトラストと両方あるが、これはユニットトラスト、いわゆる契約型の信託が入ってくる方のタイプだけである。これだけで2005年11月段階で3,300億ポンドぐらいの残高になっている。上述したような形でイギリス株が傾向的に下がってきていたわけだが、外国株については30%台ぐらいで推移している状況。イギリスのIMA（Investment managers Association）などの日本関連のファンドだけでも2005年11月段階で20億ポンドを超えており、そのほかにグローバルと言われている部分に日本株も入っているので、25億ポンドぐらいはユニットトラストだけで日本株を持っている状況である。

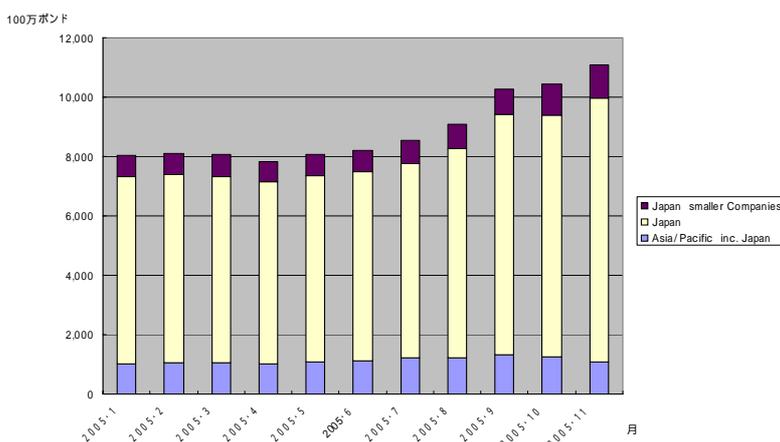
（図表12-9）イギリス投資信託の資産額と構成



これはユニットトラストだけだが、これ以外のインベスメントトラスト、会社型投資信託の方の残高は全体で、日本株以外も含むすべての総合計で、700億ポンドある。フォーリンアンドコロニアル

など19世紀後半以来の伝統あるファンドがあるわけだが、一定部分は日本に来ていられると考えられる。

（図表12-10）イギリスの日本株投資信託



図表12-10もイギリスのIMAのホームページから拾ってつくったが、日本関係の投信の残高の推移を足していったもの。日本株とはっきりファンド名称で言われている部分だけで、大体7月から8月のところにかけて5.5億ポンド、8月から9月にか

けて11.9億ポンドの増加になっており、ひと月で1,000億円～2,000億円強の日本株を買ったとみられる。先ほどの年金と合わせると大体8月から9月にかけての買いは、欧州系の場合は主として年金と投信だけで説明がつく状況で、部分的にはオイルマネーもあるとは思いますが、私の現状での調査の結果としては限定的である。

図表12-11のヘッジファンドの動きが少々、気になる。これは「Institutional

Investors」という雑誌に世界ランキングが年に一度出ており、その世界ランキングから拾ってつくった図表だが、全体の左方の順位は欧州系に限っての順位で、括弧内は世界ランキング。

GLGの場合もホームページを見るとジャパン、ロング・ショートファンドなどを持っている。MANの場合は、時々、日経の新聞紙上にも登場するが、ホームページ上に日本で非常に顧客が増えており営業を強めているということを謳っている。これは私の推測だが、日本の企業年金あたりから流れていっていると思われる。日経年金情報を見ると、日本の年金の運用においてヘッジファンド、オルタナティブを増やしている状況で、一部は入っているといった印象を受ける。

(図表12-11) 主なヘッジファンド

順位	ヘッジファンド	本拠地	資本金	最高利回り
1(4)	GLGパートナーズ	ロンドン	11,200	8.3
2(5)	MANインベストメンツ	ロンドン	11,081	5.3
3(23)	Brevar Howard	ロンドン	7,700	
4(24)	UBS	チューリッヒ	7,432	
5(25)	BlueCrest	ロンドン	7,207	15.99
6(39)	Gartmore	ロンドン	5,514	7.1
7(42)	Marshall Wace	ロンドン	5,015	13.26
8(44)	Sloane Robinson	ロンドン	5,000	24.7
9(46)	KBC Alternative	ロンドン	4,939	8.9
10(49)	CQS	ロンドン	4,836	8.52

(出所) Institutional Investors Jun-05

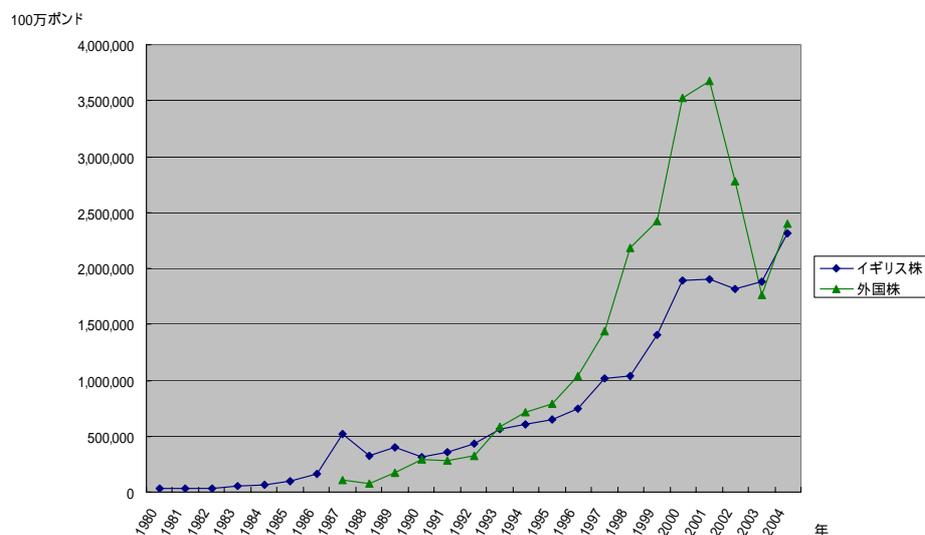
(注) 括弧内の順位は世界ランキング。資本金は100万ドル、最高利回りは複数ファンドのなかでの最高利回り。

ヘッジファンドの場合は資本金はそれほど大きくないわけだが、借入れをして非常にギアリングをきかせて大きな金額でやっているの、一般的な推計だと、最近運用残高で4兆円ぐらいではないかといった数字がジャーナリストの方とお話ししていると言われており、かなり大きい。昨年段階で外人の半分ぐらいはヘッジファンドではないかと言われていたこともあり、私個人の意見としてはオイルマネーよりもヘッジファンドと言われている部分の影響の方が大きいといった印象を持っている。

(3) ロンドン証券取引所における日本株売買

欧州系の場合は、年金や投信の売買で大体のところは説明がつくので、以下、ロンドン証券取引所における日本株の最近の状況を図表12-12に示した。

(図表12-12) ロンドン証券取引所の売買代金構成



86年に本家本元のビッグバンがあり、証券取引所の会員権の開放や兼業規制の緩和などが行なわれた。従来はブローカーとディーラーの兼業ができなかったが、これが緩和されマーケットメーカー制となった。また、手数料がない取引

をやってもよいということが手数料の自由化とセットで導入された。年度初めから一定期間までは「手数料あり」で取引をして、あとは「手数料なし」で取引してもいいという形。当初はロンドン取引所としては外国株の取引をてこ入れすることは少なくとも表立っては謳ってなかったが、結果としては上の線が外国株で、非常に伸びた。よくウィンプルドン現象と言われるが、証券取引もそういった状況で、外国株で外国の業者がマーケットメーカーとなって売買し、ロンドンの取引所が場口銭というか手数料を受け取るといった図式と思う。

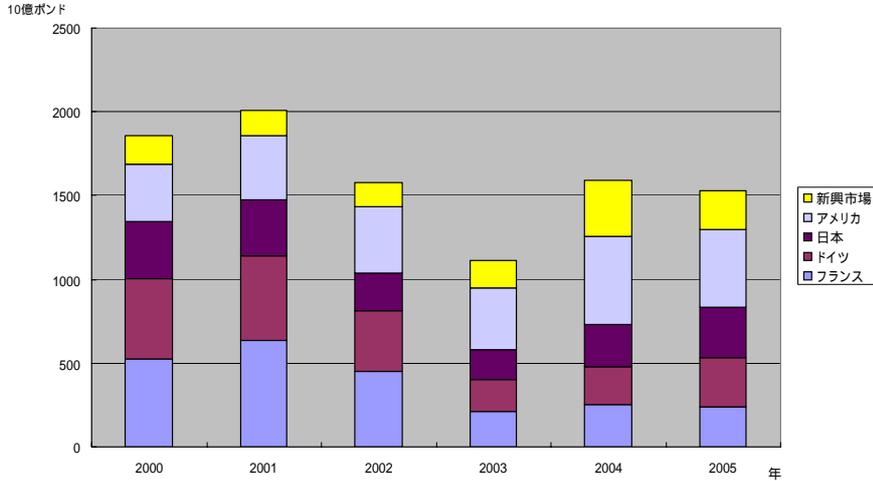
ところが、2004年にかけて、正式上場の外国株企業が減っている。理由は不明だが、減っていることは間違いなく、その分ロンドンの取引所は外国企業の誘致に力を入れている。特にエマージングマーケットが営業対象の標的になっているようで、BRICsとか、エマージングと言われている諸国の株式上場にロンドン証券取引所は力を入れている。

SEAQインターというところが外国株取引のマーケットだが、基本的にはスクリーンに業者が売値と買値を入れて電話でオファーをするといった取引システムで、本国で上場されていればロンドンで正式に上場されていなくても取引するという考え方。これは色々と議論はあると思うが、正式上場されていない日本の株が取引されている。取引の通貨は本国通貨で、日本株は円建てで取引されているようだ。そういったことが特徴だと思う。

図表12-13に、外国株のどんなところが現在取引されているかを示した。基本的には独仏、米が中心で、90年代に一度日本株の取引がかなり増えた時期があり、最近下火になっていたが、最近は増えているという印象を受けている。日本株の売買代金は、2003年が1,790億ポンド、2004年が2,490億ポンド、2005年が3,030億ポンドということで、日本株が徐々に増えている状況。ちなみに年間のロンドンにおける日本株の売買代金を、東証の売買と比較すると、2004年で大体14.5%で、一時期よりは規模としてはシュリンクしてい

るわけだが、一定程度の規模ではあるといった印象を受ける。

(図表12-13) 外国株の主要国構成



エマージングの部分は、一番上の黄色い部分だが、大体3分の1がロシア。ロシアに次いで大きいのは韓国、台湾で、あとは中国、ハンガリー、インド、この辺が2005年の後半の場合には売買の金額が結構大きくなっていった。

(図表12-14) ロンドンで活発に売買される日本株

	売買代金	売買件数	ロンドン市場	外人持ち株比率	欧州派株主名義	集約出来高(100万円)	ロンドン比
1 任天堂	1,475	736		41.8(05.09)←	チェース(ロンドン)5%	14,455(9,277)	20.4%
2 三井住友FG	671	850		35.1(05.09)←21.2(04.09)	チェース(ロンドン)2%	618,603(19,327)	21.70%
3 三菱東京FG	523	856	○	33.1(05.09)←29.1(04.09)	チェース(ロンドン)2.6%	822,528(30,534)	12.70%
4 みずほFG	446	1,355		25.6(05.09)←20.4(04.09)	チェース(ロンドン)1%	831,504(15,111)	10.70%
5 武田薬品	254	989		42.6(05.09)←39.4(04.09)	チェース(ロンドン)2.3%	260,044(19,102)	20%
6 住友信託	246	357		36.0(05.09)←34.0(04.09)		24,6525(9,977)	20%
7 U.F.J.	219	564	○			1,121,711(16,562)	3.90%
8 松下電産	206	903		26.9(05.09)←23.3(04.09)		172,157(13,101)	23.90%
9 三菱自動車	175	490		16.6(05.09)←31.5(04.09)		121,351(10,598)	26.80%
10 関西電力	157	499		14.4(05.09)←12.5(04.09)		50,720(5,822)	61.90%
11 NTT	156	435	○	18.0(05.09)←18.0(04.09)	チェース(ロンドン)1.6%		
12 JT	128	488		24.9(05.09)←22.6(04.09)			
13 イトヨーカ堂	124	456					
14 新日鉄	108	830		23.0(05.09)←22.6(04.09)	チェース(ロンドン)1.8%		
15 住友商事	107	309		35.6(05.09)←28.3(04.09)	チェース(ロンドン)2.4%		
16 新日本石油	107	250		26.1(05.09)←20.8(04.09)	チェース(ロンドン)1.3%		
17 東京電力	101	381		14.8(05.09)←11.9(04.09)			
18 大和證券	99	295	○	33.3(05.09)←30.6(04.09)	チェース1.7%		
19 バイオニア	96	351		35.4(05.09)←34.1(04.09)	チェース(ロンドン)2.1%		
20 ソフトバンク	97	435		25.1(05.09)←13.5(04.09)	チェース(ロンドン)6.6%		

(出所) ロンドン証券取引所 2004年7月取引額
(注) 100万ポンド、実数

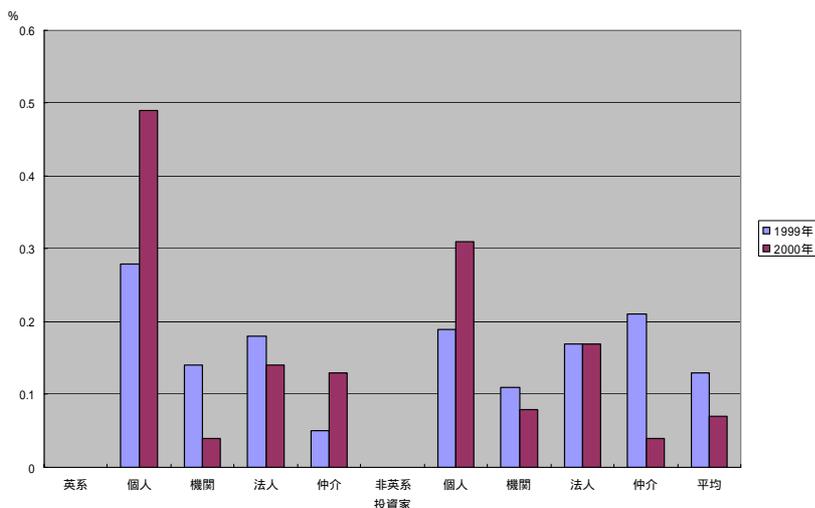
図表12-14では、どんな日本企業が売買されているのかを示したもの。1位が任天堂で、「会社四季報」などで任天堂の現在の連結ベースの売り上げの海外比率が75%になっているなどヨーロッパでもドイツに拠点を置いてかなり熱心に売っていることがある。2004年の売り上げで見ると限りはヨーロッパで任天堂はそれほど伸びてはいないが、外国人は割とネームバリューで買うところがあり、任天堂のDSが、ヨーロッパで流行っていることもあろう。

また、銀行株がかなり大きく取引されており、こういった上位銘柄で見ると平均するとロンドンの出来高が、売買代金で東証の2割ぐらいになっている。

正式にロンドンに上場されているのは図表の丸印のところだけで、三菱東京、UFJ、NTT、大和証券だけで、あとはロンドンには正式には上場していない。その点をロンドンの取引所の人と議論すると「我々はグローバルな証券取引のインフラを提供しているのだ」と言う。それは勝手ではないかというニュアンスで言っても「非常に円滑な取引を我々は可能にしているんだ」という答えが返ってくる。

図表12-15で、なぜロンドンで執行されるのかを見る。グローバルな取引が進んでいるからという理解が一番基本だと思うが、コスト面でのメリットは少ないようだ。最近は、ロンドンの取引所が買収問題に忙しいせいも、余り毎年は情報を出さなくなり、2000年に公表されたサーベイだが、イギリス系の機関投資家が外国株を取引する場合の手数料の平均（ネット取引と手数料取引の平均）は、1999年が0.14%。2000年が0.04%ということで大きく下がっている。非英系の投資家の手数料率は99年で0.11%。2000年は0.08%で、ここも下がっている。

（図表12-15）ロンドン外国株の手数料水準



日本は、証券業協会の方で2、3年に一回、株式委託手数料の調査をやっており、それで拾っていく限りは、日本でも機関投資家向け手数料率の平均が、3億円ぐらいのところでは0.1%、10億円のところでは0.05%となっているので、ほとんど変わらないという印象を受けている。ロンドンの同じぐらいの売買代金の単位で見ても同じぐらいの手数料率になっており、コスト面ではそんなに違いはないというのが私の受けている印象。

では、なぜロンドンで取引があるのかだが、一時期は流動性の問題が結構言われていた。東証の場合はオークション売買で機関投資家の大きな注文がぼんと出た場合に個人投資家の小さな注文と突き合わせると値が飛びやすいという問題も言われたが、これも立会外取引の制度ができてきており説得力はないし、最終的に残るのは時差になる。東証が閉まっ

ても、株価がある程度確定した段階で注文を執行できる部分はある。あとは現地の営業努力の部分は残るが、それぐらいで、それほど規模も大きくなっていない。

どういった人がロンドンへ行って取引をやっているのかを図表12-16に示した。このデータも2000年のデータだが、売買代金ベースで投資家がどのように構成されているか、取引しているかがわかる。

左方が手数料をとる取引で、右方が手数料がない取引。これと言えることは、内外の機関投資家が中心であるということで、英系機関投資家が45.8%、非英系の機関投資家のところが34.6%ということで、内外機関投資家で8割ぐらい占めている。これは過去一貫してそうだと思う。

(図表12-16) ロンドンの外国株市場の投資家(顧客)

		手数料取引		手数料なし取引		合計
		欧州主要国	その他	欧州主要国	その他	
英系	個人	46.1	47.9	3.2	2.9	1.6
	機関	22.5	7.1	7.8	62.6	45.8
	法人	60.4	4.3	0.1	35.3	4.7
	仲介業者	24.3	18.6	18.5	38.6	0.4
非英系	個人	31.1	4.8	1.4	6.9	1.1
	機関	31.1	17.6	5.7	45.6	34.6
	法人	82	8.7	2.3	7	2.3
	仲介業者	11.9	0.3	47.9	39.8	9.5
2000年合計		28.1	11.1	10.4	50.3	100
1999年合計		38.9	17.6	25.1	18.5	100

〈出所〉 ロンドン証券取引所
 〈注〉 売買代金ベースでの構成比

Survey of London Stock Exchange transaction 2000

ここから推測すると、一部分は日本の企業年金等の資金がヘッジファンド経由でロンドンにいて取引されている部分もなくはないだろうが、それほど大きい状況にはなっていないという印象を受けている。

簡単にまとめると、欧州系投資家は、逆張りの投資スタンスから純張りの投資スタンスに変わってきていること。それから年金、投信の資金で大体のところは説明がつくこと。ロンドンの取引所における日本株取引はそこそこではあるが、それほど大きくはなっていないことが総括となる。