

# 国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

## 海外投資家は日本株の安定所有者 — 統計から考える実像

京都大学名誉教授  
公益財団法人 国際通貨研究所  
客員研究員 森 純一

### はじめに

本年4月以降の日経平均の上昇は著しい。その大きな要因は、海外からの株式投資資金の流入である。多くの新聞記事や論評は、海外投資家の資金は一時的な流入という書きぶりである。たとえば6月17日の日経の記事<sup>1</sup>の一節では以下の様子に書いている。

「ところが外国人はアベノミクス相場で買い越した約21兆円を15年以降に売り戻し、日本株の比率も同時に下がった。この末路を見逃すべきではない。」

この一節を見ると、著者は「おや？」と思う。このような記述は、海外投資家の投資パターンは、短期の投資しか考えない投機的なものという印象を読者に与えるのではないだろうか。本稿では、様々な統計資料を用いて、総体としての外国人投資家は「慌てず、じっくり」構えて、日本への投資を続けてきたことを検証してみたい。

### 1. 2005年以降の対内証券投資の推移

まずは、2005年以降の海外からの投資の状況を、財務省の国際収支統計から見てみることにする。国際収支統計には、対内証券投資の「株式およびファンド」への投資の項目がある。図1の赤線（●印）は2005年以降に追加的に行われた対内証券投資の株式・ファンドの累計投資額を示している。2005年から2007年間に、海外投資家の2005年以降の累積投資額は28兆円まで増えたが、2008年の世界金融危機で13兆円まで減少した。しかし、2012年秋のアベノミクス提唱を受けて、2012年末から急増し、2015年5月には累積投資額は44兆円余りとピークを付けた。その後、減少に転じ、2021年9月には再び20兆円まで減っている。この金額だけを見れば、確かに新聞等の書くと

<sup>1</sup> 梶原誠（2023）「誤算の株高」保つには」

おり、2013 年から 2015 年までの累計流入額と 2015 年以降 2020 年までの累計流出額は、ほぼ 24 兆円で見合っており、「外国人投資家は購入したものを売り戻し、日本株比率も下がった」ということが本当のように見える。

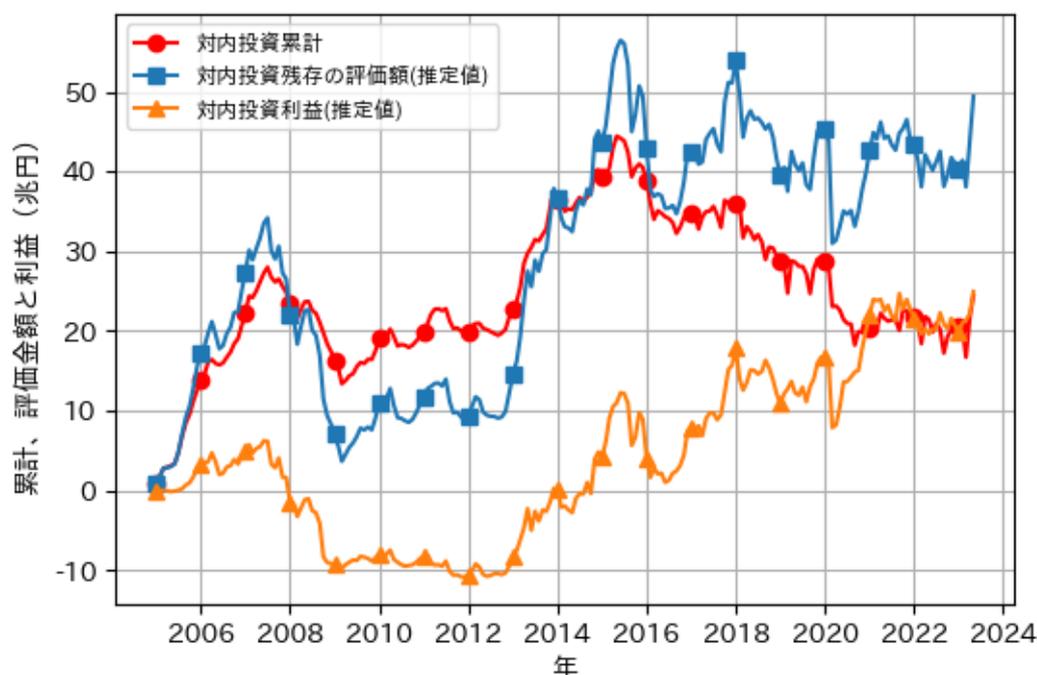


図 1 対内証券投資の 2005 年よりの追加累計額 (財務省国際収支統計を基に著者作成)

ところが、ここには大きな誤解がある。実際には、2015 年までに外国人投資家が購入した株式の株価は大きく上昇しており、実は 2015 年以降に売却したのはその一部に過ぎないことになる。

図 3 のオレンジ線 (▲) は、2005 年以降の投資増加分の累積損益を、著者が推測してみたものである<sup>2</sup>。また青線 (■) は 2005 年以降の投資の残存部分の評価額の推計値である。海外投資家は、2013 年以降の急激な相場の上昇で、大きな実現利益と評価益を得た。ざっくりと言うなら、海外投資家は 2005 年から、44 兆円の資金を投入して、2015 年以降にその一部である 25 兆円を回収したが、残りの株式は 2021 年年初には約 45 兆円の評価額の投資として残っていたというのが、著者の推計である。

海外投資家は、日本株への投資をしっかりと保有し続けており、「外国人投資家は購入したものを売り戻し、日本株比率も下がった」という報道とはずいぶんと違っている。

<sup>2</sup> 累積損益の計算方法は本レポート巻末の付録を参照。実現益と評価益を含む。配当による収益は計算していない。配当収益を含めれば、海外投資家の利益は一層大きくなる。

## 2. 海外投資家の保有残高からみた分析

以上は国際収支統計からの推測であったが、次は別のアプローチを試みよう。日本取引所グループは、本邦の4証券取引所<sup>3</sup>の株式分布状況調査を行い、毎年7月にその結果を公表している。調査では、投資主体を個人投資家、銀行、外国法人等に分類し、それぞれの株主数、持株単位数、投資部門別保有金額、保有比率が含まれる。海外投資家は「外国法人等」として集計されている<sup>4</sup>。図2は、上から4証券取合計の上場企業株式の時価総額、外国法人等保有比率、外国法人等保有時価総額の推定値である。時価総額と外国法人等保有比率は、株式分布調査の数値そのままであり、外国法人等保有時価総額は前二者から著者が計算したものである。2005年から2015年にかけて海外投資家の保有株式の時価は約75兆円増加し、2020年までほぼその水準を保っている。海外投資家は安定した株式所有者であるといえよう。

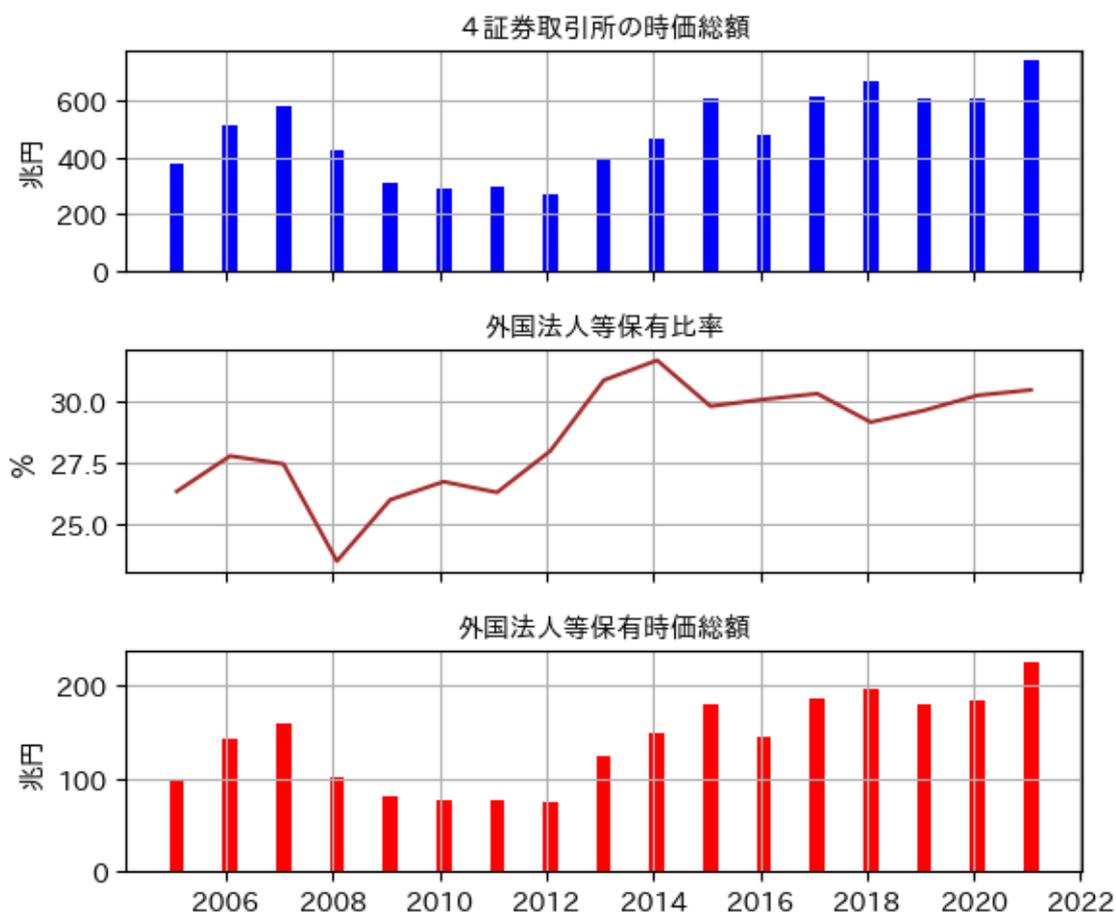


図2 日本の4証券取引所の時価総額など (東証資料より著者作成)

<sup>3</sup> 4証券取引所は、東京、名古屋、福岡、札幌の4取引所である。

<sup>4</sup> 外国法人等の定義は以下のとおり定められている。「外国法人等：外国の法律に基づき設立された法人、外国の政府・地方公共団体及び法人格を有しない外国の団体、並びに居住の内外を問わず日本以外の国籍を有する個人」

### 3. ノルウェーの年金基金に見る日本株式投資

海外投資家も様々であって、一律には語れないが、大きな投資家の動向を見ておくのは参考になるだろう。その例として、世界有数の政府系ファンドと言われるノルウェー年金基金の2005年から2022年までの日本株投資を見る。図3は同基金が保有する日本の会社数と評価額<sup>5</sup>である。日本株の評価額は、2018年の落ち込みはあるものの、概ね増加している。また日本株の同基金の世界株投資の評価額に占めるシェアも図4のとおり、6~8%となっている。安定した投資家であることが分かる。



図3 ノルウェー年金基金の日本株投資 (NBIM資料から著者作成)

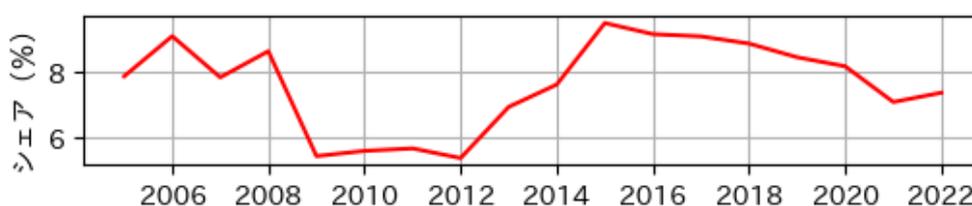


図4 時価評価額に占める日本株のシェア (NBIM資料から著者作成)

### 4. 結論

マスコミで一般的な「海外投資家は購入したものを売り戻し、日本株比率も下がった」という短絡的な書き方が、ステレオタイプな投機的行動をする海外投資家像を作り上げているように思われる。実際には、世界には、成長力のある企業をじっくりと選び、投資を行う安定的な長期投資家が多くいることを、統計資料は語っている。

以上

<sup>5</sup> 同基金の報告書はドルでの評価額が掲載されているが、著者が各年末のドル円レートで円換算している。正確なドルベースの金額については原資料を参照願いたい。

## 参考文献・資料

財務省 (2023)、「統計表一覧 (対外及び対内証券売買契約等の状況)、月次・指定報告機関ベース、時系列データ」、財務省ウェブサイト、(2023/06/23 にアクセス)

[https://www.mof.go.jp/policy/international\\_policy/reference/itn\\_transactions\\_in\\_securities/data.htm](https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/reference/itn_transactions_in_securities/data.htm)

日本証券取引所グループ(2023)、「2021 年度株式分布状況調査の調査結果について。株式分布状況調査 (市場価格ベース)」、日本証券取引所グループウェブサイト (2023/06/23 にアクセス)

<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/01.html>

梶原誠 (2023)、「「誤算の株高」保つには」、日本経済新聞 オピニオン、2023/6/17 朝刊 Norges Bank Investment Management(2023a), „About the fund”, website of NBIM, (2023/06/23 にアクセス) <https://www.nbim.no/>

Norges Bank Investment Management(2023b), „Reports“, website of NBIM, (2023/06/23 にアクセス) <https://www.nbim.no/en/the-fund/investments/#/>

ノルウェー年金基金の運営状況は上記の Reports のサイトからエクセルでダウンロードが可能。

### (付録：図3の説明)

t 月の本邦への対内投資額  $f_t$ 、日経平均株価  $p_t$ 、 $f_t$  で購入できる日経平均のユニット (仮想) を  $u_t$  とする。

t 時点の対内投資額の累計値を  $F$  とする。

$$F_t = \sum_{k=1}^t f_k$$

購入可能なユニット数を求める。

$$u_t = f_t / p_t$$

t 期までの累積ユニット数を求める。

$$\sum_{k=1}^t u_k = \sum_{k=1}^t f_k / p_t$$

$U_t = \sum_{k=1}^t u_k$  とすれば、 $U_t$  は t 時点の累積ユニット数。

t 時点の保有する累積ユニット数は  $U_t$  なので、これに  $p_t$  を掛けて、t 時点の評価値  $E_t$  が出る

$$E_t = p_t U_t$$

累積の損益  $G_t$  を求める。

$$G_t = E_t - F_t$$

図3の赤線 (●) は  $F_t$ 、青線 (■) は  $E_t$ 、オレンジ線 (▲) は  $G_t$  を表している。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2023 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話 : 03-3510-0882 (代)

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <https://www.iima.or.jp>