

アベノミクスと証券市場

——ヘッジファンドとデリバティブの影響を中心に——

代 田 純

目 次

- 1 はじめに
- 2 米欧の金融政策と日本
- 3 アベノミクスと株式市場
- 4 海外投資家とデリバティブ
- 5 国債と海外投資家
- 6 まとめに代えて

1 はじめに

本稿の課題は、いわゆるアベノミクスによる金融政策が実施され、2013年4～6月に発生した、債券価格（長期国債利回り）と株式価格の乱高下の背景を分析することである。

本稿での分析視角は、証券市場の構造的な変化が進行しているなかで、アベノミクスによる量的・質的金融緩和が実施され、その結果として証券価格の乱高下が発生したということである。ここで言う構造的な変化とは、①株式市場では売買代金の60%が海外投資家、しかもそのうち半分以上がヘッジファンドと言われる。②ヘッジファンドのなかでも、CTA（商品投資アドバイザー）などトレンド・フォロワー（相場動向に追従し、相場が上昇すれば買い、下落すれば売り）型のファンドが増加している。③ヘッジファンドを含む、海外投資家により、アルゴリズム取引（プログラム売買と

も呼ばれ、コンピューターによるシステム売買)が株式市場のみならず、債券、外国為替市場でも増加している。株式市場では裁定取引を含み、指数取引が増加している。④証券市場のインフラとして、高速売買(HFT, High Frequency Trade)に対応すべく、株式では東証(現在は日本取引所, 以下同じ)アローヘッドが稼働している。債券でも先物に関して、同様な市場が整備されている。東証の債券先物市場はTdex+と呼ばれ、0.005秒で売買されている。株式の高速売買では、1000分の1秒での売買が増加し、コロケーションエリア(colocation area)からの発注が増加している。⑤国債の保有構造では、銀行等国内金融機関のシェアが高い。しかし、債券先物では海外投資家による売買シェアが極めて高い。4月以降、債券先物の価格変動と(現物)国債利回りが非常に密接となった。

こうした証券市場の構造的な変化(海外ヘッジファンドとプログラム売買、先物・オプションなどデリバティブ取引の影響増加等)が、4～5月における証券価格乱高下の本質的背景であったと考えられる。アベノミクスは、外的要因として、証券価格のボラティリティーを高めた一契機であったのではないかと考えられる。

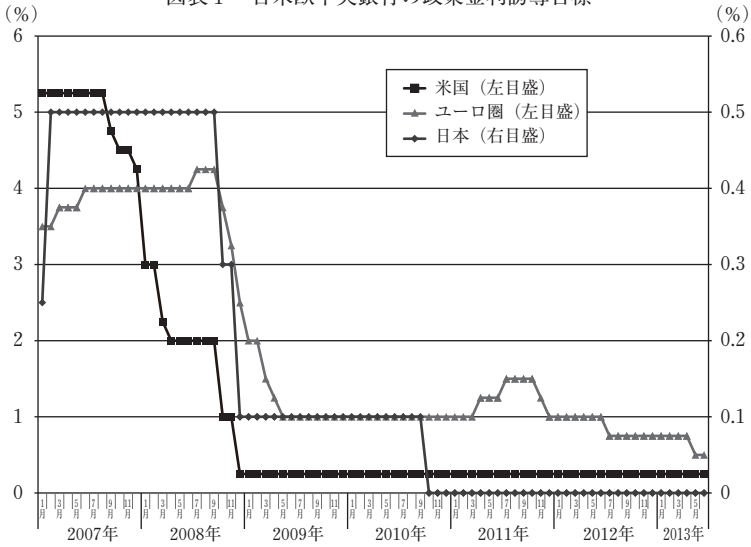
本稿に係る先行研究としては、アベノミクス批判として、小幡績『リフレはヤバイ』(2013年1月)、高橋・水野『アベノミクスは何をもたらすか』(2013年6月)などがある¹⁾。しかし、証券市場の本格的分析はなされていない。

2 米欧の金融政策と日本

まず、4～6月の日本における証券市場を分析するにあたり、日本に影響した米連邦準備(FRB)、欧州中央銀行(ECB)の金融政策等に関し概観

1) 小幡績、『リフレはヤバイ』、2013年、ディスカヴァー携書。高橋伸彰・水野和夫、『アベノミクスは何をもたらすか』、2013年、岩波書店。

図表1 日米欧中央銀行の政策金利誘導目標



(出所) 各国中央銀行ホームページ等から作成。

する。

図表1は、日米欧の中央銀行による政策金利誘導目標を示している。米FRBの政策金利はFFレートであるが、FFレートの誘導目標は、2006年から2007年8月まで5.25%であったが、12月には4.25%へ引き下げられた。さらに2008年年末より0～0.25%に引き下げられた。リーマンショックの発生に対する政策対応である。さらに2008年11月よりエージェンシー債（米住宅金融機関債）購入が開始された。

2009年3月には、量的緩和として、QE1が開始された。QE1では、長期国債3,000億ドル、エージェンシー債2,000億ドル（後に1,750億ドルに縮小）、エージェンシーMBS（資産担保証券）1兆2,500億ドル、合計1兆7,500億（修正後1兆7,250億）ドルを購入するとされた。2010年11月には、量的緩和の第二弾としてQE2が始まり、長期国債6,000億ドルを購入するとされ

た。2011年9月には、ツイストオペ政策が開始され、短期国債を売却し、長期国債を購入することとなった。短期国債売却と長期国債購入で、それぞれ4,000億ドルとされた。2012年9月には、QE3が開始され、エージェンシーMBSが無期限で購入され、毎月4,000億ドル購入されている。2012年12月には、ツイストオペ後も長期国債を月4,500億ドル購入し、MBSと合計で8,500億ドルとされた²⁾。2013年9月現在、出口戦略が模索され、量的緩和縮小の開始が注目されている。

ユーロ圏の中央銀行ECBの政策金利は、主要レポオペレートである。同レートは、2007年4月から2008年6月まで4%、同7月から4.25%に引き上げられたが、その後2009年1月には1%まで低下した。リーマンショックに加え、ユーロ圏の景気減速が懸念されたためと見られる。2011年7月に一時的に1.5%まで引き上げられたが、2012年7月に0.75%、2013年5月から0.5%と引き下げられた。

ECBの危機対応としては、2009年6月からカバードボンド買い取りプログラムを開始し、上限600億ユーロとされ、2010年6月に上限に達した。2010年5月には証券市場プログラム(SMP)が開始された³⁾。開始時にECBの「金融政策目的の証券保有」(SMPによる証券買い取りが反映)は約1,300億ユーロであったが、2011年8月には1,735億ユーロまで増加した。「金融政策目的の証券保有」は2011年10月に2,327億ユーロ、ドラギマジックを経て、2013年7月末には2,554億ユーロであった⁴⁾。すなわちドラギマジックによるOMT(Outright Monetary Transaction)は2013年9月現在、一

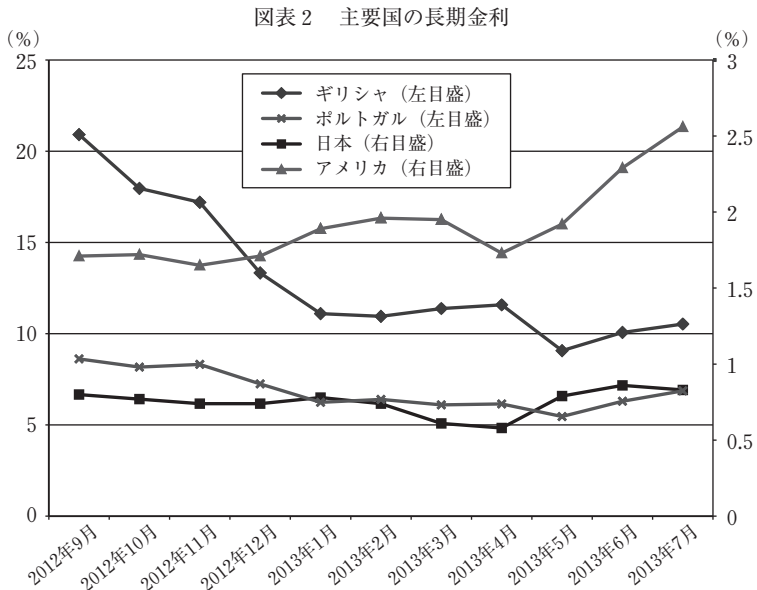
2) 小野亮・安井明彦、『やっぱりアメリカ経済を学びなさい』、東洋経済新報社、2013年、97-100ページ参照。

3) 拙著、『ユーロと国債デフォルト危機』、税務経理協会、2012年、133-137ページ。

4) *Wirtschafts Woche*, 10. 6. 2013, p. 29.

度も実施されなかった。他方、ドラギマジックのもう一方の柱である、長期レポオペは大規模に実施された。同オペの残高は、2011年11月に3,925億ユーロであったが、同年12月には7,039億ユーロ、2012年3月には1兆909億ユーロに達した。しかし、2013年に入り、ユーロ危機が沈静化し、南欧の銀行の資金調達も回復したこともあり、長期レポオペ残高は2013年7月に6,975億ユーロまで減少した。

OMTが未実施にも拘わらず、2012年後半に南欧国債の利回りは低下した。図表2は主要国の長期金利（長期国債利回り）を示している。ギリシャの長期金利は20%台から13%台へ低下し、ポルトガルの長期金利も8%台から7%台へ低下した。この時期のユーロ圏での長期金利低下には、ドラギマジックによるアナウンス効果も影響したが、アメリカのQE3が大きい



(出所) Eurostat ホームページから作成。

く作用したと見られる。2013年6月にFRBバーナンキ議長が量的緩和の縮小を示唆したところ、5月に比べ6月には、ギリシャ、ポルトガルの長期国債利回りが急騰した。こうした動向は、ユーロ圏の金利が、アメリカの金融緩和に基本的に規定されていることを示している。

アメリカのMMFは、ユーロ圏の債券等での運用比率が高く、ユーロ圏債券市場はアメリカからの資金流入によって左右されやすい。アメリカのMMFのポートフォリオにおいて、欧州系銀行の債券は2011年まで50%以上であった。2012年には25%前後まで低下したが、2013年6月現在、30%程度まで回復している⁵⁾。またアメリカのQEによって、資金が向かった先(地域、国)はユーロ圏、ならびにイギリスが中心で、それぞれ600億ドル(2012年10月～2013年3月累計)程度と推計されている。もちろん、新興国に向かった資金もあるが、金額的にはユーロ圏とイギリスが中心である⁶⁾。これは後述するように、グローバルベースでの外国為替取引において、ドル・ユーロのシェアが最も高いこと、また外国為替取引の中心はイギリスであること、等からも裏付けられる。

2013年9月23日にドイツでは選挙が実施された。その後、ギリシャ債務問題への減免が浮上する可能性がかねて指摘されている⁷⁾。ドイツの選挙までは、自国民へのアピールのためギリシャ問題は封印されるが、選挙後にギリシャの債務削減(Greek haircut)が本格化する可能性がある。アメリカのQE縮小と重なると、2013年後半にもユーロ不安が再燃し混乱する可能性がある。

日本の政策金利は、無担保コール翌日物(Over Night, 略称ON)である。

5) *Financial Times*, August 14, 2013.

6) 「米国の対外証券投資の行先」, 三菱UFJリサーチ&コンサルティング, 国際マネーフローレポート, No. 85, 2013年6月27日号。

7) *Financial Times*, August 5, 2013.

日本では1999年2月、ゼロ金利政策が開始された。デフレ懸念が払拭されるまで、無担保コールONを実質ゼロとするとされた。2000年8月、いったんゼロ金利政策は解除され、政策金利である無担保コールONは0.25%へ引き上げられた。

しかし2001年3月（速水総裁）、量的緩和政策が開始された。金融政策の操作目標は、日銀当座預金残高（当初の目標は5兆円程度）となった。同時に銀行券残高を上限として、日銀は長期国債買入を強めた。いわゆる日銀券ルールを導入である。また注意すべき点は、無担保コールONは日銀による資金供給と補完貸付制度により、実質ゼロ%で推移すると予想されていたわけではない。量的緩和政策の下でも、ゼロ金利が実質的に放棄されていたわけではない。量的緩和政策は、消費者物価指数（CPI、除く生鮮食品）が安定的に0%以上で推移するまで継続するとされた。

しかし、2006年3月（福井総裁）、景況感が改善し、CPIの前年比がプラスに転じたことから、量的緩和政策が解除され、金融政策の方針は、無担保コールONを「概ね0%とする」とされた。この時の量的緩和の解除が、後年議論を呼ぶものとなった。2006年7月、無担保コールONを0.25%程度、2007年2月、同0.5%程度と引き上げられていった。日銀当座預金残高は、2006年に前年比47.4%減、2007年に同49.6%減となり、2年連続で大幅な減少となった。また無担保コールONの年間平均も2007年には0.459%となっており、概ね金融政策方針に近い水準で推移した。2006年から2007年にかけて、日本では引締め気味で金融政策は推移したと評価できる。しかし、図表1が示したように、2007年に欧米の政策金利は4～5%であり、円キャリートレードが活発化したことから、この時期の日本の金融政策を「引締め気味」と評価することには他方で問題が残る。

しかし、リーマンショック後、2008年10月（白川総裁）に日本銀行は無担保コールONを0.3%に引き下げ、さらに12月、無担保コールONを0.1

%前後まで引き下げた⁸⁾。長期国債の買入目標は、それまで年間14.4兆円（月間1.2兆円）であったが、16.8兆円（月間1.4兆円）に引き上げられ、残存期間別買入方式が導入された。また2008年には補完当座預金制度が導入され、超過準備預金の0.1%で付利されることとなった。さらに2010年10月、無担保コールONを0～0.1%程度と引き下げた。同時に、資産買入等の基金が開始され、国債の他、CP、社債、上場投資信託（ETF）、不動産投資信託（J-REIT）等を購入することとなった。金融政策が資源配分に係ることとみなされ、財政政策の領域に踏み込んだと言われる。

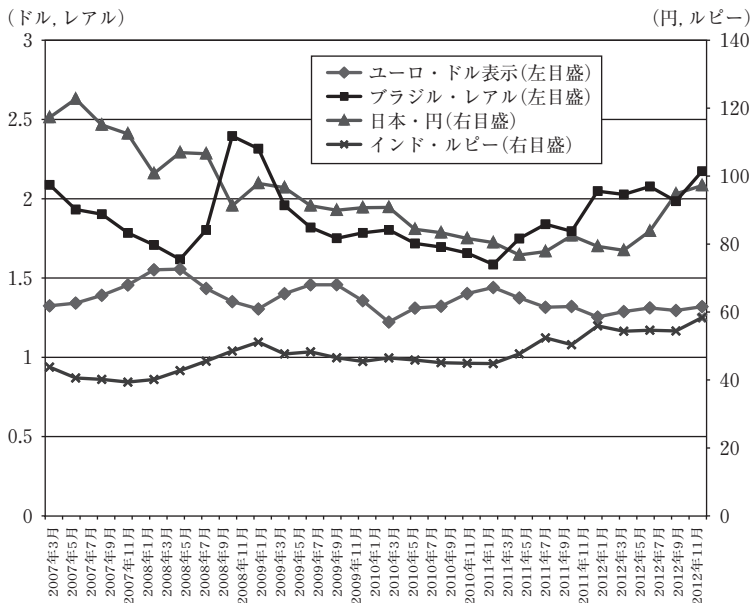
2013年4月、安倍首相によって任命された黒田総裁によって、金利誘導目標が廃止され、マネタリーベース（現金通貨残高+当座預金残高）で年間約60～70兆円増加することが目標とされた。2001年から2006年までの量的緩和政策に回帰し、政策金利の誘導目標は廃止された。2013年の年初から、円の為替レートは急速に円安へと動いた。

欧米や新興国を含み、為替レートの動向を図表3で見てください。第一に、ドル・ユーロである。2010年6月には、1ユーロ=1.22ドルであり、相対的にはドル高ユーロ安であった。ギリシャの財政粉飾等を契機として、ユーロ不安が強まったと見られる。2011年6月には1ユーロ=1.44ドルで、ユーロ高に戻した。しかし2012年6月、1ユーロ=1.25ドルで、ユーロ安が進んだ。ユーロ不安でユーロ安が進むが、ユーロ安を一因として輸出が増加し、ドイツは世界最大の貿易黒字となっており、決してユーロ安はデメリットばかりではない。

ユーロは危機と言われても、対ドルで1ユーロ=1.2ドルを割り込むことは少ないし、短期的な局面に限定される。これには次のような要因が指摘できる⁹⁾。①ユーロは相対的にはデフレ通貨である。日本ほどではない

8) 翁邦雄、『ポスト・マネタリズムの金融政策』、日本経済新聞出版社、2011年。同『金融政策のフロンティア』、日本評論社、2013年を参照。

図表3 主要な為替レートの推移



(注) ユーロのみドル表示，他は1ドルあたりの現地通貨表示。
 (出所) FRB ホームページから作成。

が、ユーロ圏のCPI上昇率は2～3%であり、新興国などを含めグローバル比較すれば、低い。インフレ通貨の為替は安くなりやすく、デフレ通貨の為替は高くなりやすい。②購買力平価で1.2ドル程度である。ユーロの購買力平価は1.2ドル程度であり、ファンダメンタルな要因からも説明可能な水準である。③ユーロ圏は2012年以降、貿易収支黒字である。南欧諸国では景気減速で輸入が減り、貿易収支は黒字となった。このため、もともと貿易黒字のドイツを中心として、ユーロ圏は2012年に1,543億ドルの経常収支黒字（うちドイツ単独では2,408億ドルの経常収支黒字）である。

9) 唐鎌大輔, 「ユーロが堅調な理由」, 日経ヴェリタス, 2013年8月11日, 18日号。

④証券投資収支でも、ユーロ圏では流入が基本である。米ドル圏、もしくはイギリスや日本等からの対ユーロ圏証券投資が多く、ユーロ圏からの対米、対日証券投資を凌駕する。⑤南欧国債保有はユーロ圏内が中心であり、ユーロ圏外からの保有は小さい。イタリア、スペイン等南欧諸国での国債保有では自国の金融機関が多く、海外投資家もユーロ圏内の投資家である。このため、南欧国債売りは、ユーロ売りにつながりにくい。⑥ECBのバランスシートは縮小傾向にあり、米FRBに比し、金融緩和の度合いは弱い。⑦ユーロ・ドルは高い流動性がある。グローバルベースでユーロ・ドルの取引は、外国為替取引高の24.1%（2013年4月）を占め、世界で最大である¹⁰⁾。取引高が多いこともあり、ユーロの対ドル変動性（ボラティリティー）は低い。他方、円は高い。

第二に、円・ドルである。2007年6月、1ドル=122円69銭で円安に動いていた。円安の一因は、国際収支における「その他資本収支」で円流出となったことである。円キャリートレード等でドル、ユーロへ資金が流出したと見られる。しかし2012年9月、1ドル=78円14銭と円高が進んだ。リーマンショック以降の逆流で、海外から日本へ円が回帰し始めた。さらにユーロ圏の国債不安から、ユーロ圏国債が売られ、日本国債へ海外資金が流入した。このため2012年9月前後まで、円高が進んだ。

しかし、2013年6月、1ドル=97円24銭まで円安が進んだ。ヘッジファンドによる日本株買い・円売りによると言われる。シカゴ・マーカンタイル取引所での非商業部門、通貨先物の建玉で円は買い残が19,454枚に対し、売り残が114,640枚と圧倒的にショート（5月21日現在）であった。さらに、現在の日本では、貿易収支赤字の定着という構造的問題がある。

第三に、新興国通貨安である。ブラジル・レアルは2011年6月、1ドル

10) BIS, Triennial Central Bank Survey, *Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results*, September 2013.

=1.59リアルであったが、2013年6月、2.17リアルまで対ドルで低下した。インド・ルピーは2007年12月、1ドル=39.38ルピーであったが、同じく58.35ルピー、2013年8月現在には64ルピーまで低下した¹¹⁾。インドの実質GDP成長率は2010年第一四半期には約11%、しかし2013年第一四半期には約5%まで低下した¹²⁾。インドの証券投資収支は2013年6月には、債券、株式とも大幅な流出超となった。これは、バーナンキのQE早期縮小発言の影響と言われる¹³⁾。インド、ブラジルをはじめとして、新興国からヘッジファンド資金がQE縮小予測を背景にアメリカへ回帰しており、その一部が日本へ向かったと言われる¹⁴⁾。

このため新興国からの資金流出に伴う、通貨安や株価低下・金利上昇などもあり、FRBのQE縮小は漸次的となるだろう。南欧国債利回りの動向、日本の株価・長期金利もFRBのQE縮小が大きな影響を与えると見られる。日本の証券市場では外国人投資家とヘッジファンドの影響が強まっているためである。

そこで問題は、FRBはQEの実質的延長が可能か、という問題である。懸念材料としては、一般に言われる失業率の動向よりも、米国債の発行上限問題である。2008年に1,130億ドルに引き上げられ、その後3回の引き上げを経て、2012年（オバマ再選後）に債務上限は1,640億ドルに引き上げられた。2013年1月には、5月まで債務上限を停止する法案を可決した。しかし2013年の9～10月には、米国債発行は債務上限に達する可能性があった。米議会が合意したため、本格的混乱は当面回避された¹⁵⁾。

11) *Financial Times*, August 22, 2013.

12) *Financial Times*, August 9, 2013.

13) *Financial Times*, July 24, 2013.

14) 『ダイヤモンド』、2013年8月3日号、28ページ、『エコノミスト』、2013年8月12日号、46ページ。

15) *Financial Times*, August 14, 2013.

3 アベノミクスと株式市場

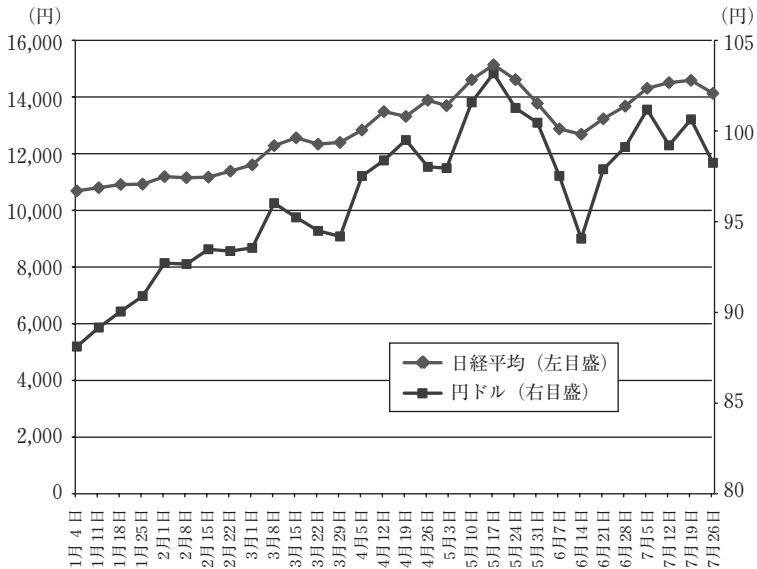
アベノミクスと金融政策についてまず概観しておく。アベノミクスは3本の矢と言われる。①量的・質的金融緩和、②財政支出、③成長戦略、である。ここでは、黒田総裁による日本金融学会での講演をもとに検討する。まず、黒田総裁は「強く明確なコミットメント」を強調し、「2%の物価安定目標を、2年程度の期間で実現」するとした。このため、「量・質ともに次元の違う金融緩和」を実施するとされた。具体的には、①マネタリーベース：年間60~70兆円の増加（2年間で2倍）、②長期国債の保有残高：年間約50兆円の増加（2年間で2倍以上）、③長期国債買入れの平均残存期間：7年程度へ（2年間で2倍以上）、である。また黒田総裁は、「わかりやすい金融政策」を重視し、「資産買入等の基金」を廃止し、長期国債買入れ方式を一本化した。また量的な緩和の指標として、マネタリーベースを選択した。こうした金融政策による、「量的・質的金融緩和」の効果は、①長めの金利や資産価格のプレミアムへの働きかけ、②リスク資産運用や貸出を増やすポートフォリオ・リバランス効果、③市場・経済主体の期待の抜本的転換、とされた¹⁶⁾。

黒田総裁はポートフォリオ・リバランス効果を挙げているが、他方で白川前総裁時代からの補完当座預金制度（超過準備への付利）には、変更を加えていない。これは、日銀当座預金が積み上がり、民間銀行貸出が伸びない要因との指摘もある。しかし、他方で①日銀は資金供給の一方で、準備預金付利で資金吸収している、②日銀は付利により0.1%でファイナンスし、長期国債で運用し、ツイストオペである、③量的緩和のために付利で当座預金を積んでいる等の評価がある。

16) 黒田東彦、日本金融学会2013年度春季大会（於：一橋大学）における特別講演。

すでに安倍首相の就任と金融緩和を先読みして、2012年後半から株価は上昇していた。株価上昇の開始は、2012年11月14日に、野田前首相の解散表明がなされた時点であり、日経平均株価は8,660円であった。11月30日には、9,446円へ上昇した。12月28日には10,395円となった。同時に急速な円安が進行し、2012年11月14日には、円は対ドルで79円台であったが、12月31日には86円まで円安が進んだ。2012年1月以降、日経平均は図表4が示すように上昇が続く。日経平均は1月4日10,688円であったが、3月29日には12,398円へ上昇し、5月23日には15,942円と、野田解散発言から約半年で84%の上昇となった。株価上昇と同時に円安が進行し、高い相関が見て取れる。海外のヘッジファンドは「日本株ロング・円ショート」であった。リーマンショック後の2008年、日本に投資するヘッジファンドは

図表4 日経平均株価と円の対ドル為替レート



(出所) 日本経済新聞社ホームページ等から作成。

185億ドルであったが、2013年3月には225億ドルまで増加し、367社のファンドが日本へ投資していたと言われる¹⁷⁾。

この時期の日経平均株価の上昇が、企業業績の改善に裏打ちされていたか、議論の余地はある。電機業界では家電メーカー中心に業績は厳しかったからである。2013年3月期決算で、電機大手8社のうち、5社が前期比で減収、3社が最終損益で赤字であった。電機業界では海外生産が進み、円安のメリットが小さくなっていると言われた。とりわけパナソニックは7,542億円の赤字、シャープは5,453億円の赤字であった。ソニーは430億円の黒字であったが、資産売却や金融部門等に起因し、電機事業は赤字であった¹⁸⁾。

しかし、円安が急速に進行し、自動車など輸出産業の収益が改善したことも事実であろう。トヨタ自動車の2013年4～6月期決算では、連結営業利益が6,633億円と、前年同期に比べ、90%程度増加した。円安が進行し、自動車など輸出産業の業績改善を先取りする形で、株価が上昇した面もあった。株価収益率(PER)も15～16倍程度で推移し、過熱とは言い難い。しかし、新興国の株価が調整し、米QE縮小が懸念され、ユーロ不安も続いており、相対的な比較により、日本株がヘッジファンドにより選好された側面が最も強いと思われる。

2013年3～5月に売買が多かった銘柄に、値嵩株で日経平均株価(225)に採用される銘柄が目立つ。ファーストリテイリング、ファナック、ソフトバンク等である。典型はファーストリテイリングで、3月の売買代金順位では9位で6,547億円、4月も13位で7,976億円、5月も8,139億円であった。ファーストリテイリングは2013年3月には株価は約25,000円であったが、5月には約40,000円まで高騰していた。ファーストリテイリングは日

17) 日経ヴェリタス 2013年7月14日号。

18) 朝日新聞、2013年5月10日、15日付。日本経済新聞、同5月15日付。

日経平均株価の採用銘柄であるが、50円額面とみなされており、25,000～40,000円という株価がそのまま日経平均株価で計算される。このため、日経平均への影響は大きく、5月30日には日経平均は737円下落したが、このうちファーストリテイリング1社で166円日経平均を下げた、と言われる。同社の株価が4,150円低下し、除数24.975で割ると、166円になるからである。後述するように、ヘッジファンド等が先物との裁定取引で、現物の日経平均を「操作」するうえで、ファーストリテイリングはターゲットになった可能性が高い¹⁹⁾。日経平均株価は225銘柄を売買すればよいが、TOPIXは東証1部全銘柄を売買することになり、裁定取引のためには現物の株価指数として日経平均株価が選好されやすい。

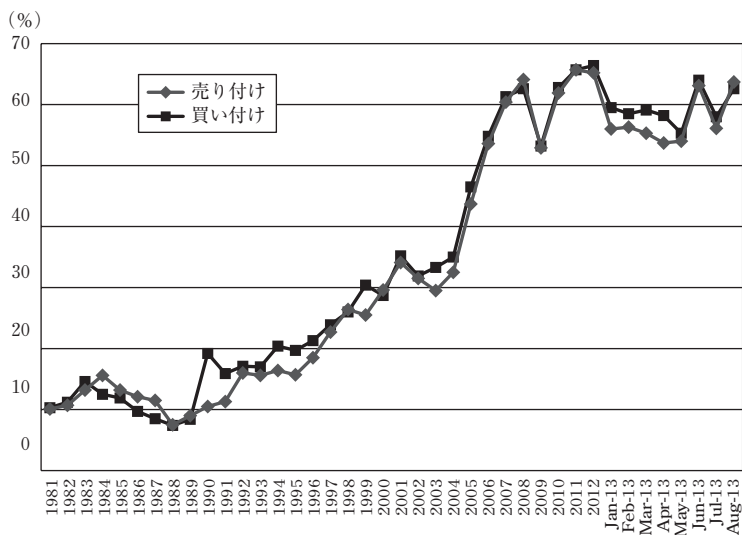
図表5は取引所取引（東証、大証）の日本株取引における海外投資家のシェアを示している。現物株取引（売買代金）における海外投資家のシェアであるが、1980年代には10%前後であったが、その後継続的に上昇してきた。特に2003年から2008年にかけて急上昇し、2008年には売り付けで64%、買い付けで62.6%となった。2003～2008年は、世界的にヘッジファンドが急成長した時期であり、このため日本でも海外投資家のシェアが上昇したと推定される²⁰⁾。

その後、海外投資家のシェアは一時低下したが、2011年から2012年にかけて65%前後へ上昇した。また2013年に入り、月次では55～59%となっていたが、6月には63～64%へ上昇した。海外投資家のシェアが60%程度であることは、海外投資家の動向で、日本株の株価動向が規定されることを意味する。2013年の海外投資家の買越額は10月までに10兆円に達し、バブル崩壊後3回目の大幅買越となっている。

19) 日経ヴェリタス、2013年6月2日号、65ページ。

20) 代田編著、『金融危機と証券市場の再生』、同文館出版、2010年、1-42ページ。

図表5 海外投資家のシェア（売買代金ベース）



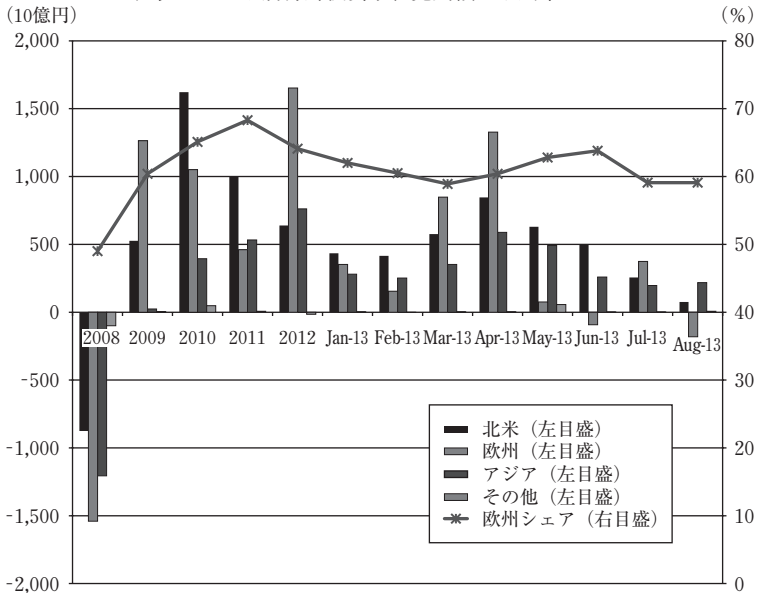
(出所) 東証ホームページから作成。

しかし、ヘッジファンドが常勝かという点、そうではない。今年の5月の相場下落で、世界の多くのクオンツ・ファンドが損失を計上した。特に、CTA（商品投資顧問）と言われる、相場のトレンドに追従するタイプのファンドが、アメリカの量的緩和縮小の懸念による債券価格下落で損失を被った、と言われる。イギリスの大手ヘッジファンドである、マングループの旗艦ファンドである AHL は資産総額164億ドルであったが、2013年5月に資産の11%にあたる損失を計上した²¹⁾。マングループはヘッジファンドながら、ロンドンで上場しており、マングループの損失でロンドンの株価が低下したと言われる。

日本株の海外投資家に係るデータとして、東証が公表してきたもうひとつ

21) *Financial Times*, June 6, 2013.

図表6 地域別海外投資家純売買額と欧州系シェア



(出所) 東証（日本取引所）ホームページから作成。

つのデータが、地域別の海外投資家売買動向である。図表6は地域別海外投資家売買差額と欧州系のシェアを示している。2008年には米系、欧州系とも大きく売り越した。リーマンショックにより、海外投資家による日本株保有は縮小したと見られる。2010～2011年、北米系の投資家により買越額が拡大した。ただし、売買代金における欧州系のシェアは2011年には68%まで上昇した。2012年には、欧州系の投資家による買い越しが増加した。さらに2013年に入り、3月、4月中心に欧州系が買い越している。しかし5月には欧州系の買越額が大きく減少した。6月には欧州系が売り越す一方、北米系は買い越した。こうした欧州系の動向を見ると、欧州系はヘッジファンドのような回転が速く、「逃げ足が速い」資金が中心と見ら

れる。他方、米系はSWFや年金、投資信託のような機関投資家の比重が高く、長期的な資金が中心と見られる。一般にヘッジファンドは米系中心と言われるが、東証のデータでは欧州系がヘッジファンドの動向に近いと見られる。資金の源泉は米国であっても、ロンドンが発注拠点であるケース、また欧州地域のタックス・ヘイブンが実際の運用拠点であるケース等が考えられる。

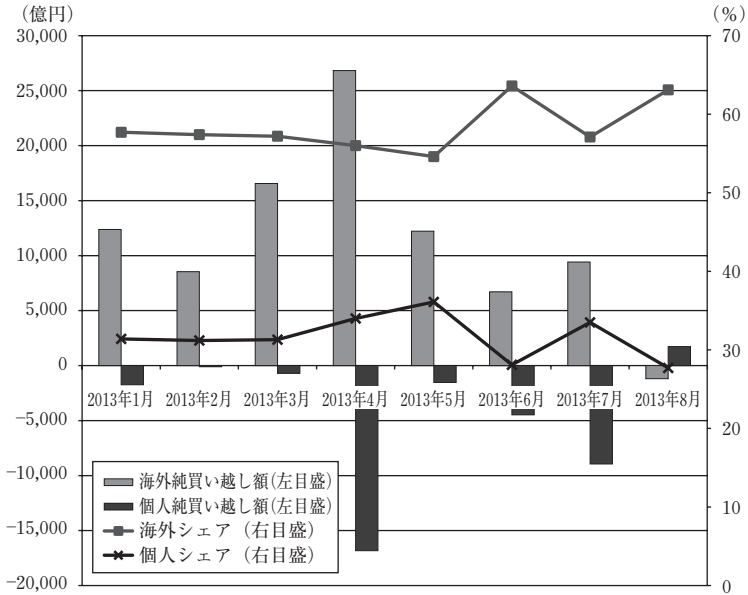
2012年から2013年にかけ、欧州系の売買代金でのシェアはおおむね60%台で推移し、中心的存在であった。総体的な評価として、①アベノミクスが注目された2013年上半期の株式市場は欧州系の資金が中心、②5月の株価低下も欧州系が中心、③欧州系の投資家は極めて短期的な行動をしており、ヘッジファンドが中心と見られる。

次に海外投資家を個人投資家との比較で、別の側面から検討しよう。図表7は、海外投資家と個人投資家の比較である。2013年に入り、海外投資家が買い主体であった。2013年に、個人投資家は7月までは売り越しで、買い越したことはない。8月に買い越しに転じたが、まだ継続するか、評価できない。

個人投資家に関わって、「株高で高額消費が伸びる」といった論調がしばしば見受けられる。例えば、「5月中旬までの株価上昇が消費者の財布のヒモを緩くしたと言えそうだ」といった報道である²²⁾。しかし、図表7が示すように、個人投資家が7月まで買い越したことはない。株価上昇で個人消費（高額品が中心）の増加があったとすれば、長年「塩漬け」であった保有株式を処分し、その資金で高額消費に支出した可能性が考えられる。こうしたことから、まだ本格的な資産効果が発生しているとは言い難い。

22) 日本経済新聞、2013年6月28日付。ただし、統計上個人投資家の新規公開株取得が含まれていないため、売り越し額が大きくなりやすい。

図表7 海外投資家と個人投資家の動向



(出所) 東証（日本取引所）ホームページから作成。

海外投資家は全体としては、4月から7月にかけて、一貫して買い越ししており、売り越しは6月の欧州系だけである。こうしたことから、欧州系のヘッジファンド（CTA等）は5月から6月に売り越したが、欧州系の機関投資家も含み、北米の投資家も2013年5～6月に買い増したと推定される。例えば欧州系でも、ノルウェー政府年金基金（中央銀行IM）は昨年9月から今年6月25日までで、日本株を1兆1,291億円増やし、2兆4,114億円の保有残高と言われている²³⁾。6月以降、欧州系を含み、政府系SWF等の長期投資家が買い越しと推定される。海外投資家は、8月に約1,200

23) 『日経ヴェリタス』, 第277号, 2013年6月30日。

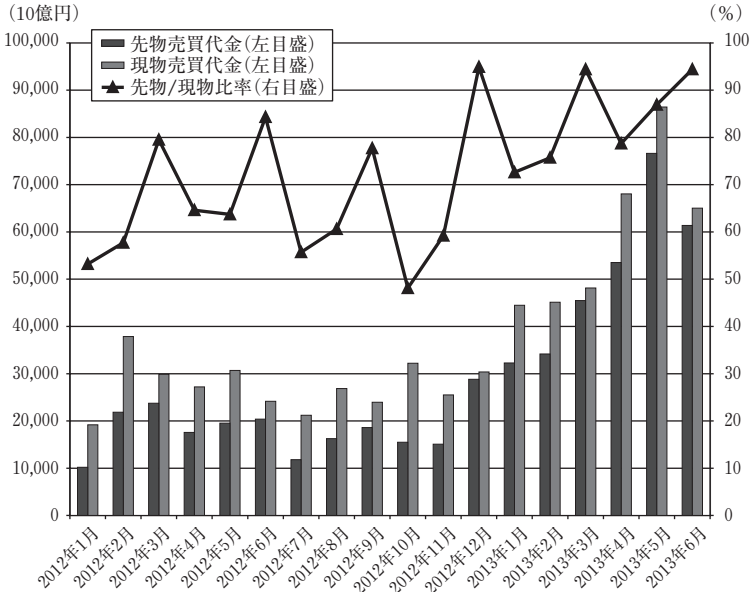
億円程度の売り越しに転じたが、この点も評価ができない。9月に入り、2020年の東京オリンピックが決定したこともあり、9月第1週では海外投資家は約2,000億円の買い越しになった。

4 海外投資家とデリバティブ

以上のように、2013年に海外投資家の現物株売買におけるシェアは、60%前後まで上昇した。同時に、海外投資家は先物やオプションなどデリバティブ売買を増加させてきた。2012年から2013年にかけて、海外投資家は現物のみならず、先物等の売買を急拡大させており、先物の影響から現物株の株価も動きやすくなっている。

図表8は海外投資家による先物と現物の株式売買代金と比率を示している。海外投資家の日経平均225先物（大証）と現物株式（二市場合計）の売買代金である。比率は現物売買代金に対する先物売買代金の比率を示している。海外投資家の先物売買代金は、3、6、9、12の先物決済月に増加する傾向にある。先物取引では決済月が決められて、取引されている。現物株に対する先物の比率を見ると、2012年6月に84.3%、同年9月に77.7%、同年12月に94.9%、2013年3月に94.4%、2013年6月に94.4%と上昇している。海外投資家による現物株の売買増加に対応して、海外投資家による先物売買も増加し、現物と先物の売買はほぼ同規模になっている。また現物では銘柄が分散されるが、先物では実質的に特定銘柄（日経平均225先物、期近物）に取引が集中する。特定銘柄への取引集中は、ヘッジファンドなど海外投資家と同じ投資行動をとった場合、値動きが激しくなるリスクを内包している。海外投資家が先物を売買するのは、リスクヘッジのための買い（もしくは売り）、裁定取引等の増加、アルゴリズム（プログラム）売買の増加等である。海外投資家による先物取引拡大に伴い、現物株の株価への先物の影響も拡大している。海外投資家は先物の売買を現物と

図表8 海外投資家による株式先物・現物の売買代金と比率



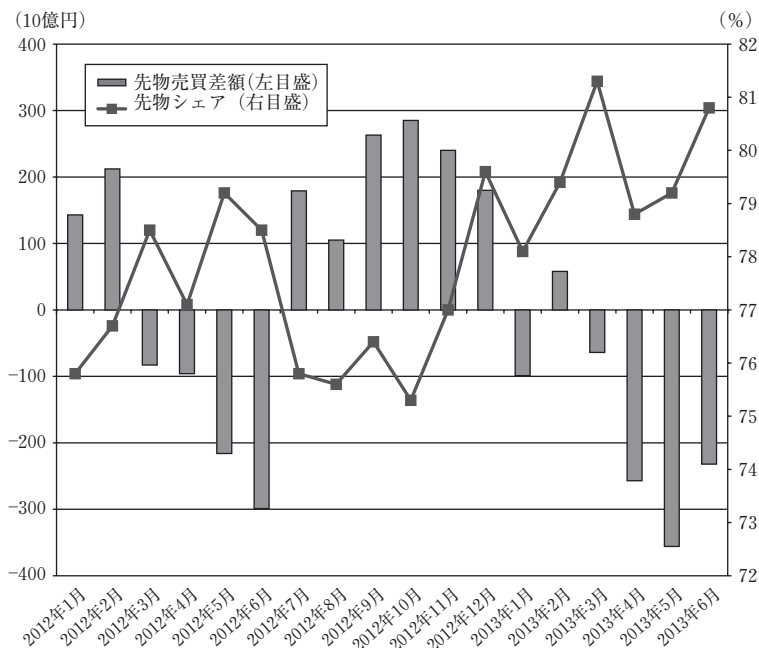
(出所) 東証、大証（日本取引所）ホームページから作成。

同規模まで拡大させている。

図表9は、海外投資家による日経平均先物（大証）の売買差額と先物売買における海外投資家のシェアを示している。2012年7月から2012年12月にかけて、海外投資家は日経平均先物を大幅に買い越していた。これは日本の株価先高感からヘッジファンドなど海外投資家が買いポジションを増やしたため、と見られる。2012年11月に民主党の野田前首相が解散発言をしてから、急速に海外から日本株への買いが増加した。この結果、日経平均先物の価格は、現物の日経平均から算出される理論価格よりも高くなりがちであった。

2013年1月から海外投資家による先物売りが増加している。これは裁定

図表9 海外投資家による日経平均先物売買差額とシェア

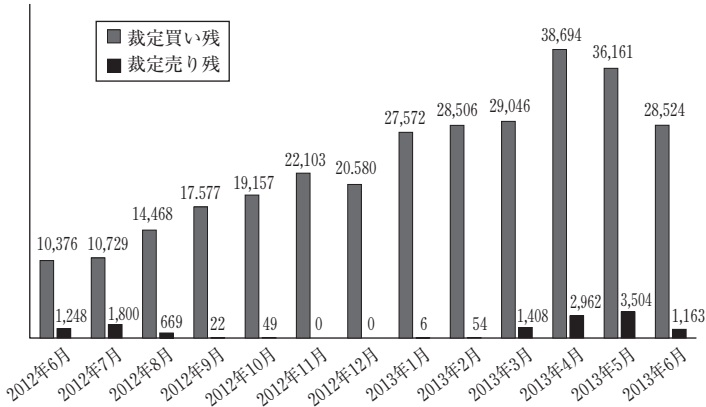


(出所) 大証(日本取引所)ホームページから作成。

取引の増加が一因と見られる。裁定取引では、まず理論価格で割高となった先物を売り、現物(日経平均採用銘柄225)を買う。したがって、当初は先物が売られ、現物が買われ、現物の日経平均は上昇する。しかし裁定取引では、ポジション解消時に、先物買い、現物売りで手仕舞う。このため、現物が売られ、「日経平均大幅安」(指数として下落しているが、実態はさほどではない)となる。日経平均先物での海外投資家のシェアは極めて高く、2013年に入り80%前後で推移しており、裁定取引は海外投資家が中心になって行われている。

図表10は、東証によって公表されている、裁定取引に係る現物ポジショ

図表10 裁定取引に係る現物ポジション（億円）



（出所） 東証（日本取引所）ホームページから作成。

ン（証券会社の自己申告により、裁定取引に関わって、現物株を買っている残高）を示している。裁定取引では、先物が理論価格より割高の時、「先物売り・現物買い」で取引が開始され、後日、先物が理論価格に一致する時、「先物買い・現物売り」で手仕舞い（取引終了）となる。このため、現物の日経平均は下落する。

図表10において、5月23日の株価低下に先立ち、4月末に裁定取引のため、現物の買いポジションが4兆円近くまで積み上がったことがわかる。先物が高くなり、そのため現物を買われるという先物主導の株価上昇がまず発生した。しかし、5月23日以降、逆流が始まった。6月末までに、裁定の解消等から、1兆円程度の現物売りが発生した。また5月23日後、現物の株価低下から、先物にヘッジ売りが殺到し、先物が理論価格に近づくため、裁定の解消（先物買い、現物売り）で現物売りが加速した。先物主導での株価低下である。

日経平均先物については、証券会社別建玉（日経平均先物の取引残高が、

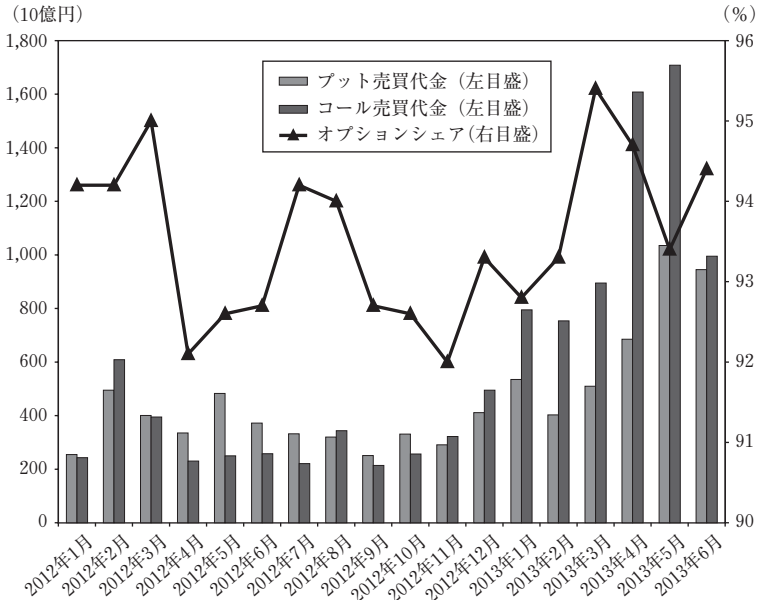
どの証券会社経由で出されたか)が公表されている。5月17日現在、買い残では、ABN アムロが40,120枚、ニューエッジ証券が34,652枚と突出していた。この2社はヘッジファンド系の売買を仲介していると言われているが、裁定取引等の買い残が増加していたと見られる。

株式市場が先物主導になった背景については、流動性が現物よりも先物で高いことが指摘されている。具体的には、①値幅制限ルールの違い、②空売り規制、③レバレッジ比率などで、先物が売買しやすいため、である²⁴⁾。先物では、海外投資家とならび、証券会社のシェアも高い。これは、海外投資家にオプションを販売するのは、証券会社だからである。海外投資家は株価先高感のある時、コール・オプション（買う権利）を証券会社から購入する。一段と株価が上昇して、買う機会を逸するリスクを避けるため、である。他方、証券会社は、リスクヘッジのため、先物で買いを入れる。海外投資家は市場実勢よりも安い価格で、コール・オプションを行使するので、証券会社は安い価格で売る義務が発生し、損失を被る。この損失は先物で買いを入れ、価格上昇時に売ることによってヘッジされる。先物とオプションは相互に影響しつつ取引が拡大する。

図表11は、海外投資家によるオプション売買代金とシェアを示している。すなわち海外投資家による、日経平均プット・オプション（売る権利）の売買代金、同コール・オプション（買う権利）の売買代金、プットとコールの委託売買代金における海外投資家のシェア（平均）である。オプション市場における海外投資家のシェアは極めて高く、2013年に入り、93～95%で推移している。2013年1月以降、コール・オプションの売買が急増している。株価先高感から将来的に実勢より安値で購入できる権利を確保する動きである。他方、2013年2月以降は、プット・オプションの売買も

24) 宇野洋輔、「我が国株式市場における先物価格と現物価格の関係：いわゆる「先物主導」の検証」、『日銀レビュー』、2013年6月。

図表11 海外投資家による株式オプション売買代金とシェア

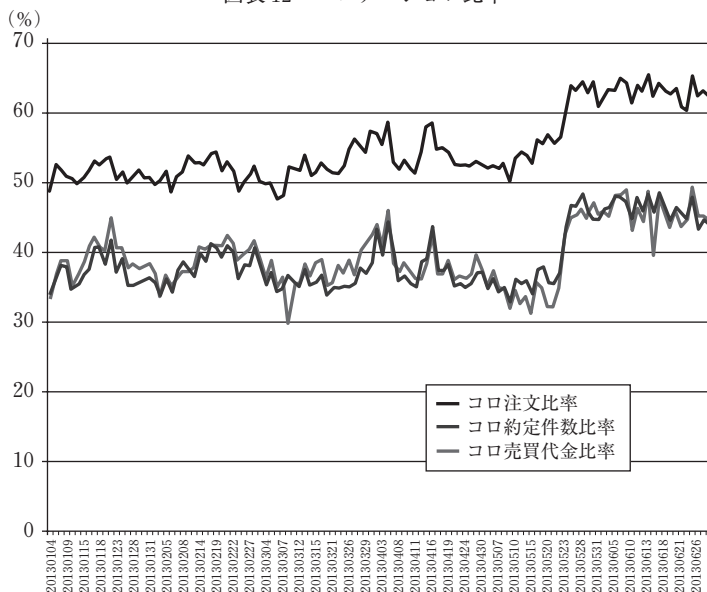


（出所） 大証（日本取引所）ホームページから作成。

増加した。株価低下時に備え、実勢よりも高値で売却できる権利を確保する動きである。5月23日の株価下落等は、先物・オプションなどデリバティブ取引がヘッジファンドなど海外投資家によって肥大化するなかで発生した。

図表12は、東証でのコロケーションエリアからの比率である。東証では2010年1月4日からアローヘッドを稼働（1秒で1,000回の売買に対応するシステム、一般に高速売買でありHFTと呼ばれている）した。海外で高速売買が主流となり、東証も国際競争に勝ち抜くために導入した。このアローヘッドにおいて、コロケーション（colocation）が設置された。コロケーションとは、発注速度を高めるため、取引所のホストコンピューターが所在する

図表 12 コロケーション比率



(注) 全体の件数に対するコロケーションの比率。

(出所) 東証（日本取引所）提供データによる。

サイト内に証券会社が発注サーバーを設置すること、である。換言すれば、場所 (location) を共有 (co) することである。

HFTの株式市場への影響としては、メリットとして、①流動性の供給注文件数の小口化が進み、注文件数が増加する ②ボラティリティー抑制 HFTは相場トレンドに逆行する（逆張り）取引が中心である ③取引コスト抑制 マーケットインパクトなどを抑制、といった諸点が指摘されている。他方、デメリットとしては、①プログラムエラーによる市場攪乱リスク ②類似するプログラムによる、一方向への価格形成リスク ③多額のシステム負担、が指摘されている²⁵⁾。

HFTではGPSが活用されている。これは衛星によるGPSは、情報の

伝達が極めて速いからである²⁶⁾。こうした HFT は同時に、証券市場に大きな影響を与えつつある。高速売買が開始されて以降、証券会社のシェア分布に変化が生じた、という指摘がある。シェア上昇は10社中、3社のみとしている²⁷⁾。

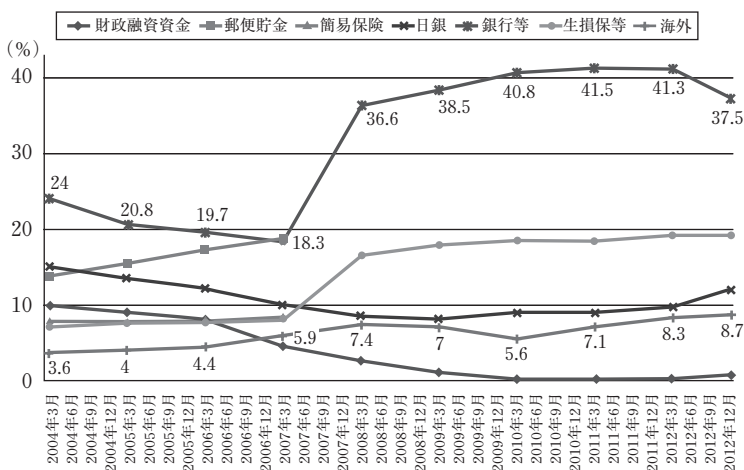
東証によると、アローヘッド稼働後の1年間で、注文件数、売買代金において、コロケーションエリアからの比率が約35%まで上昇している。アルゴリズム取引による自動売買を主とする投資家の参入が進んでいる²⁸⁾。2013年現在、コロケーションの比率は60%程度（注文件数ベース）まで上昇している。また売買代金ベースでは45%程度に達している。

5 国債と海外投資家

一般政府債務残高の対 GDP 比率は、粗残高（2013年）で、日本は228%、ユーロ圏平均は106%、米国は109%である。純残高（2013年）で、日本は145%、ユーロ圏平均は69%、米国は89%である。日本の政府債務残高は極めて大きい。

-
- 25) 「株式市場における高速・高頻度取引の影響」、『日銀レビュー』、2013年1月。
- 26) 「超高速証券取引を可能にする衛星測位連携システム—進化するレイテンシー監視システム—」、『ITソリューション フロンティア』、野村総合研究所、2012年1月号。
- 27) 「証券会社のシェア分布変化の要因と今後に向けた視点」、野村総合研究所、『金融 IT フォーカス』、2013年8月号。
- 28) 「arrowhead 稼働1年の状況について」、東京証券取引所、2011年2月25日。高速売買は、外国為替市場や債券市場でも急速に進んでいる。「外国為替市場における取引の高速化・自動化：市場構造の変化と新たな論点」、『日銀レビュー』、2013年1月、「欧州でも本格化する債券の電子取引」、『資本市場クォーターリー』、2000年夏号。なお、東証（日本取引所）の債券先物でも2011年11月より Tdex+ が導入され、0.005秒（2011年現在）の注文応答が可能となった。

図表13 国債（TB含む）の保有構造

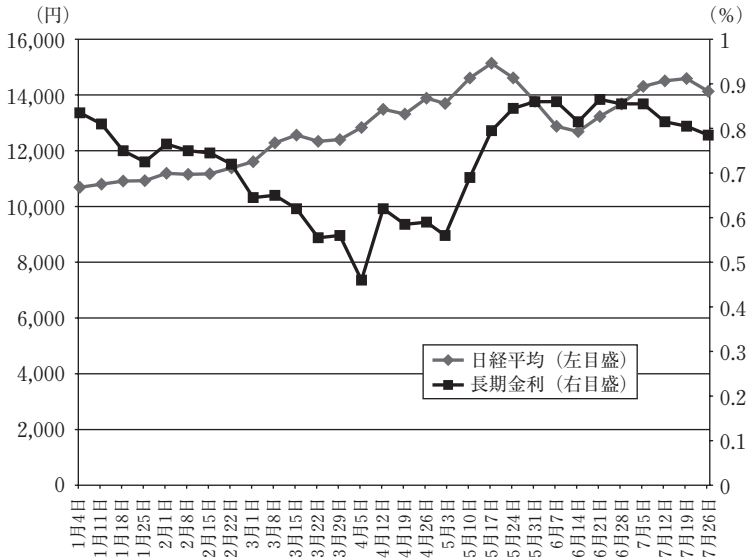


(出所) 財務省『債務管理レポート2013』から作成。

図表13は、国債（割引国庫証券を含む）の保有構造を示している²⁹⁾。2004年3月には、郵貯13.7%，民間銀行等が24%，日本銀行が14.8%，海外が3.6%であった。しかし2012年3月には、民間銀行（ゆうちょ含む）が37.5%，日本銀行が12%，海外が8.7%となった。最近の特徴としては、第一に民間銀行のシェア低下である。銀行等は2011年3月に41.5%とピークをつけ、2012年12月には37.5%と、4ポイント低下した。すでにアベノミクスに先行して、銀行は国債保有を減らしている。特にメガバンク中心に削減されている。第二に、日本銀行の2009年までの保有シェア低下と2009年以降の上昇である。2006年に量的緩和政策が解除され、日銀当座預金の残高が減少し、日銀の買いオペ額も減少した。しかし2009年以降になると、政策金利の誘導目標も0.1%となり、買切りオペも増額された。第三に、

29) 財務省、『債務管理レポート 2013年』による。

図表14 日経平均株価と長期金利（国債利回り）



（出所） 日本経済新聞社ホームページから作成。

海外投資家のシェア上昇である。従来から、海外投資家は政府短期証券（外国為替資金証券が中心）の保有が中心であった。政府短期証券（現在は割引国庫証券）は普通国債に含まれなかったが、2013年の財務省『債務管理レポート』では含まれたデータで公表されている。海外投資家のシェアは2004年3月には3.6%であったが、2012年12月には8.7%まで上昇した。2010年からのユーロ危機でユーロ圏の国債売り、日本国債買いが進んだ。

図表14で長期金利の動向を見ておくと、黒田日銀スタート直後の2013年4月5日、0.46%という最低水準を記録した。しかし1週間後の4月12日、0.62%まで反転した。5月2日に0.56%まで戻すが、5月24日には再び0.845%へ上昇した。株価の下落は5月23日以降に開始されたが、長期金利については、4月の黒田総裁就任直後から上昇している。長期金利は7

図表15 国債投資家別売買差額 (億円)

	2013年 1月	2013年 2月	2013年 3月	2013年 4月	2013年 5月	2013年 6月	2013年 7月	2013年 8月
都市銀行	-45,315	-27,439	9,571	-50,742	-8,009	-22,314	-37,362	-38,584
信託銀行	73,596	79,582	64,131	60,186	40,458	56,598	66,121	58,033
生損保	6,948	9,423	14,826	6,798	12,343	12,322	11,381	12,332
投資信託	28,727	21,080	26,369	28,077	37,582	19,180	22,913	25,163
外国人	157,948	114,478	136,884	134,640	128,541	118,389	112,313	124,017
(除く短期国債)	3,503	2,601	-1,189	7,240	-5,016	1,594	6,448	1,744
その他	-250,747	-191,315	-249,105	-233,549	-259,364	-253,269	-167,658	-235,672
債券ディーラー	-15,141	-2,403	-7,889	-7,182	-9,477	-15,271	-5,426	8,145

(注) 「その他」には日銀が含まれ、日銀経由での国債入札発行情が計上されるため、売り越し額が大きくなる。

(出所) 証券業協会。

月半ばまで0.8%台で推移し、8月に0.7%台で小康状態となったが、9月に入り0.8%寸前まで上昇した。

長期金利の上昇が、株価下落に先行して4月から始まったことには、複数の要因が考えられるものの、一因は銀行が国債保有額を圧縮しており、図表15は国債投資家別売買差額を示している。長期金利は0.46%（4月5日）から0.62%（4月12日）へ上昇し、0.56%（5月2日）から0.845%（5月24日）へ上昇した。4月に都市銀行は5兆742億円の売り越し、うち長期国債が1兆5,005億円、中期国債が1兆517億円の売り越しであった。都市銀行は近年、長めの国債を中心として、国債保有額を圧縮させる傾向にある。新年度入りで、年間目標に沿って売却した可能性も考えられる。三井住友の場合、2013年4～6月連結決算において、国債保有額は20.7兆円（3月末）から11.5兆円（6月末）と9兆円以上減少させ、半減となった³⁰⁾。三菱UFJとみずほも2割削減したと言われる。このため3大メガ合計で

30) 日本経済新聞、2013年7月30日付。

100兆円（3月末）から76兆円（6月末）に減少した。また平均残存年数も、三井住友で1年強、みずほで2年強、三菱で3年弱と短期化が進んだ、と言われる³¹⁾。したがって、4月の長期金利高騰は、都市銀行の売りに起因する可能性が高い。

2013年5月、都市銀行は8,009億円の売り越し（中期債が中心）であったが、海外投資家は5,016億円（国庫割引証券除く）の売り越し（長期債が中心）であった。5月の長期金利上昇については、都銀の売り越しに加え、海外投資家が先物との関係で、現物を売り越し、それが利回り上昇の要因と見られる。またアベノミクスで日銀の買いオペ額が予想を超え、市場参加者が相場の方向性を見失い、売買が縮小し、流動性が枯渇した、と言われる。そして、それが長期金利高騰の要因とも言われる。

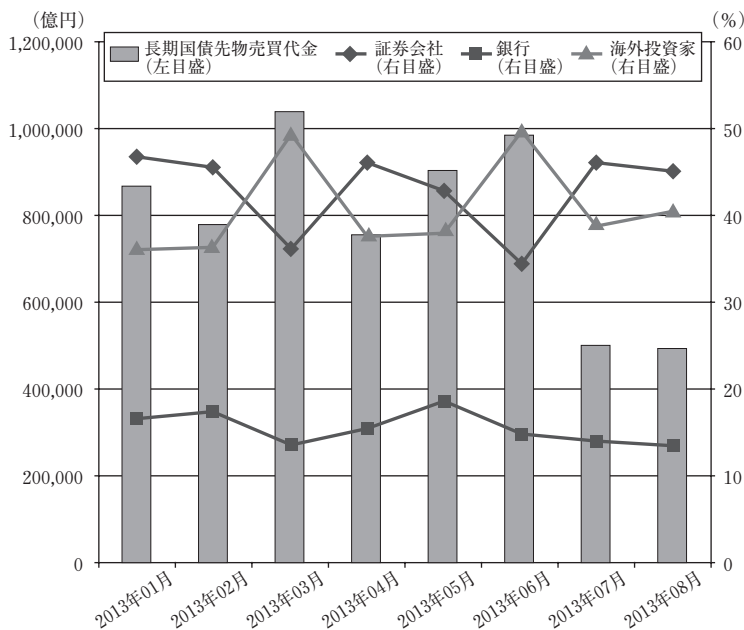
国債買付額の推移（2013年1～7月）を見てみよう。流動性は端的には売買代金であるが、とりわけ買付額が問題であろう。買付額合計で4月147兆円から7月には125兆円まで減少した。内訳として、同じく長期国債は43兆円から24兆円まで減少、中期国債は40兆円から27兆円まで減少した。投資家別に見ると、長期国債では信託銀行と海外投資家、中期国債では都市銀行の買付額縮小が要因となっている。こうした状況で、日銀はオペの買付額を小さくして、対応した。日銀は2013年5月末に、オペ方式を見直し、弾力的な運用、1～5年債のオペを拡充した³²⁾。日銀と黒田総裁による買切りオペの金額が大きすぎたため、市場参加者が相場の方向感を喪失し、買いが細ったと言われており、日銀はオペ金額の分割によって対応した。

図表16は長期国債先物売買代金と海外投資家のシェアを示している。現物国債の売買代金合計は月間250兆円前後である。ただし長期国債現物に

31) 『日経ヴェリタス』, 2013年8月4日付。

32) 日本経済新聞, 2013年6月1日付。

図表16 長期国債先物の売買と海外投資家のシェア

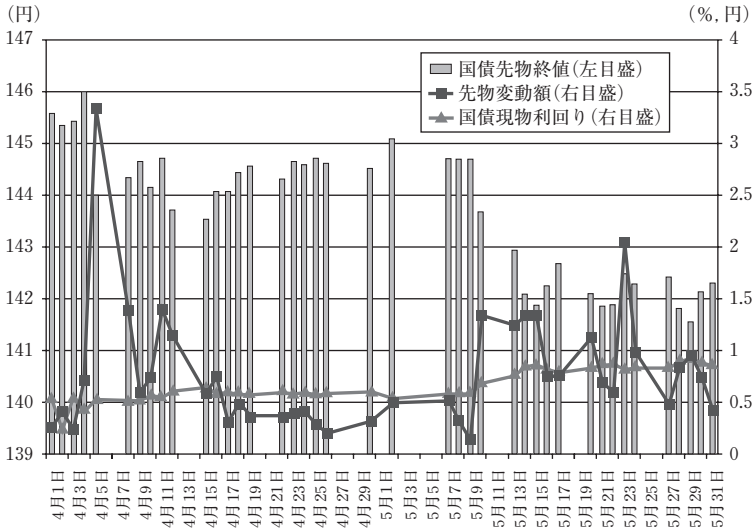


(出所) 東証(日本取引所)および証券クリアリング機構ホームページから作成。

限定すれば、月間40兆円前後である。これに対し、長期国債先物は月間80～100兆円という売買代金規模であり、現物の倍以上の取引規模である。長期国債先物で海外投資家は40～50%のシェアを占め、証券会社も準ずるシェアとなっている。証券会社のシェアが高い背景には、証券会社が海外投資家向けに債券オプションを販売するため、そのリスクヘッジで先物を売買することがあろう。海外投資家が先物主導で債券を売買するため、先物によって現物国債価格と利回りが変動しやすくなっている。

図表17は、長期国債先物の終値と日中変動額(最高値と最低値の差)、そして現物利回りを示している。全体として、極めて変動が激しくなっている。2013年4月5日、長期国債先物価格は終値で前日比約2円下落(1円

図表 17 国債先物の価格変動と現物利回り



(出所) 日本経済新聞から作成。

でサーキット・ブレーカー発動)した。取引時間中の価格変動額は、3円34銭に達した。1円の変動により、サーキット・ブレーカー発動で取引が停止されるので、3円以上の値動きは極めて大きい。3円以上という先物の価格変動に引っ張られて、現物利回りも前日比約0.1%の上昇となった。同時に急速な円安が進み、株価は上昇した。債券安(金利上昇)、円安、株高が進んだ。

5月10日には、先物終値で前日比約1円下落し、取引時間帯の価格変動額は1円33銭となった。先物に影響されて、現物利回りも前日比約0.1%の上昇となった。5月13日にも、先物終値で前日比約0.8円の下落となった。取引時間帯の価格変動額は1円25銭となった。先物に影響されて、現物利回りも約0.8%上昇した。5月10～15日の4営業日で、4日連続で先物の日中変動額は1円を超え、現物国債の利回りは0.5%台から0.8%台へ

急騰した。同時に、急速な円安と株価上昇が進んだ。

ヘッジファンドは株式ロング、円先物ショート、債券先物ショート（5月以降）という戦略の可能性があった。ヘッジファンドは現物のポジションを持たず、先物だけの売買をしていた可能性がある。先物では流動性が高いうえ、取引コストが安いから、である。しかし、先物に影響されて、現物の価格が変動していると思われる。

債券先物オプション建玉の推移を見てみよう。売買代金は4月に、プットが711億円、コールが347億円、合計1,058億円であった。契約（オプションによる売買権のある金額）額は同順で、42.3兆円、23兆円、合計65兆円であった。オプションの投資家別シェアではプットで海外投資家が68.7%、銀行が18.6%、証券会社が12.2%であった。コールでも海外投資家は62.9%を占め、極めて高い。2013年4月以降、コール（買う権利）建玉をプット（売る権利）建玉が大きく上回る状態であった。これは海外投資家が債券価格低下に備え、プットの購入を増やしたと見られる。海外投資家がプットを購入すると、売り手の証券会社はリスクヘッジのため、債券先物で売り建てる。債券価格が低下し、投資家がプット・オプションを行使する場合、債券先物の市場価格は一段と低下しており、売り手の証券会社は高値で買いとらねばならない。この損失に備えるため、先物を売り建て、相場下落時に買い戻す。しかし、こうした証券会社の先物売り建ては先物売りとして、短期的には先物価格の低下をもたらす。そして先物価格低下は現物国債の利回り上昇を促す。先物・オプションなどデリバティブ取引の拡大は、現物国債の利回りに影響せざるをえない。

6 まとめに代えて

本稿で明らかになった点は以下のようなものであろう。第一に、日本の株式市場において海外投資家のシェアは60%程度に上昇し、アベノミクス

が開始された時期にも同様であった。この海外投資家の半分程度はヘッジファンドと言われている。また地域別に海外投資家を見た場合、欧州系が中心であり、昨年来の株価上昇でも、また5月以降の下落局面でも欧州系が中心であったと見られる。欧州系の動向は、ヘッジファンドに最も近いと推定される。第二に、2013年に入り、海外投資家が日本株の買い主体であったが、個人投資家は売り越しであった。株高によって高額消費などの資産効果が発生していると言われるが、塩漬け株の処分にとどまっていると見られる。第三に、海外投資家は現物株の売買と同規模で先物を売買している。海外投資家は2012年に日経平均先物を大幅に買い越し、このため先物が割高となった。そこで先物売り・現物買いという裁定取引が増加した。また海外投資家がリスクヘッジとしてオプションを売買し、売り手となる証券会社もヘッジのため先物を利用するので、先物と同様にオプションの売買も膨らんだ。第四に、高速売買が増加しており、東証で कोरोケーションエリアからの発注比率は60%程度に上昇した。第五に、日本国債の保有構造において、銀行のシェアは2011年の41.5%をピークに低下し、2012年12月には37.5%まで低下した。特に銀行は長期債の保有を減らしてきた。2013年4～5月における、銀行の国債売り越しはこうした延長線にある。第六に、現物国債の保有において海外投資家のシェアは、8.7%まで上昇している。さらに長期国債先物の売買において、海外投資家は40%前後のシェアを有する。2013年4月に、海外投資家が主導して、長期国債先物が乱高下し、その影響から現物国債の利回りが上昇することとなった。海外投資家の多くは、ヘッジファンドと見られ、株式先物・為替先物・債券先物を三位一体的に売買していると見られる。

アメリカのQEから国際的にヘッジファンドは増加したが、QE縮小の兆しから、日本に流れ込んだと言われる。国民経済の実体から、一層乖離するかたちで、貨幣資本の運動が強まっている。

