

ストラテジストの眼 Vol.23 2018年の日本株式は「為替離れ、海外投資家離れ」ができるか？

長い間、為替レート（ドル円）や海外投資家の買いに依存してきた日本株式は、昨年（2017年）の年央以降、これら2つの変数と異なる動きを見せるようになりました。2018年に、日経平均株価が25000円を上回って上昇を続けるためには「為替離れ」と「海外投資家離れ」が本格化するかどうか鍵を握ると思われま

ドル円相場の影響を受ける日本株式

日経平均株価の動きは、歴史的にドル円レートの影響を色濃く受けてきました（図表1）。円安が進めば株価が上昇し、円高が進めば株価が下落しました。従来より、日本の上場企業には自動車や電機などの輸出企業が多く含まれ、これらの企業の収益は為替レートに影響されると考えられていたからです。しかし、近年は生産を海外に移し1ドル=100円でも利益が出る外需企業が増加するとともに、内需企業の存在感も高まってきたため、上場企業の収益と為替レートの関係は薄れてきたと考えられています。それでも、海外を中心に「円安→日本株買い、円高→日本株売り」と反応する投資家が依然として存在することが背景にあると思われま

海外投資家頼みの日本株式

日本株式の、海外投資家による保有割合は20-30%程度で推移していますが、取引割合は近年60%程度まで上昇してきました（図表2）。そのため、海外投資家の買越し額と日経平均の騰落率には深い関係を見出すことができます（図表3）。海外投資家が買えば日本株式が上がり、海外投資家が売れば日本株式が下がるパターンが長く続いてきました。

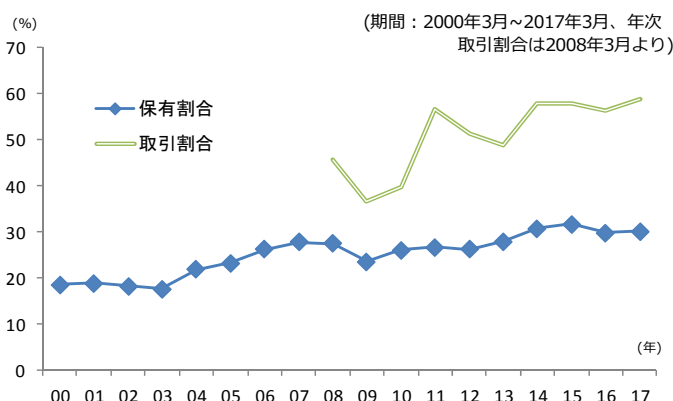
これまでの株価上昇パターン

従来、日本株式の上昇局面では、米国を中心とした世界景気が拡大し、米国株式とともに米国金利が上昇し、その結果、ドル高円安が進み、日本株式が上昇するパターンが多く見られました。保有している米国株式が上昇してリスク許容度が高まった海外投資家が、世界景気敏感で円安の恩恵を受ける日本株式を買い上げるパターンです。しかし、昨年（2017年）の年央以降、このパターンにあてはまらない形で日本株式が上昇していま

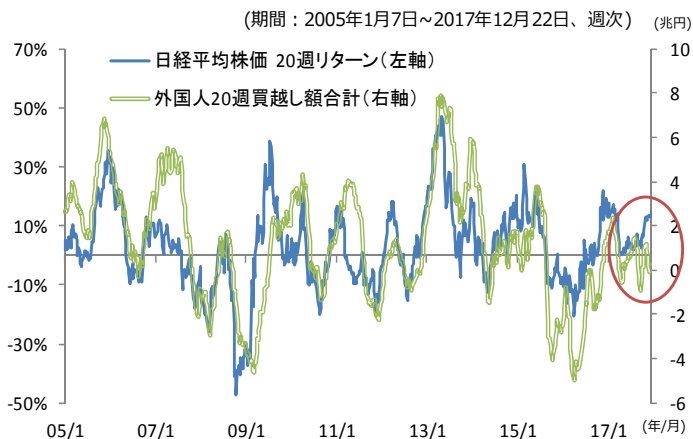
図表1 日経平均株価とドル円レート



図表2 外国人投資家の保有・取引割合



図表3 日経平均株価の騰落率と外国人の買越し額



(期間：2005年1月7日～2017年12月22日、週次) (兆円)
(図表1-3の出所) 東京証券取引所、Bloombergのデータより
岡三アセットマネジメント作成

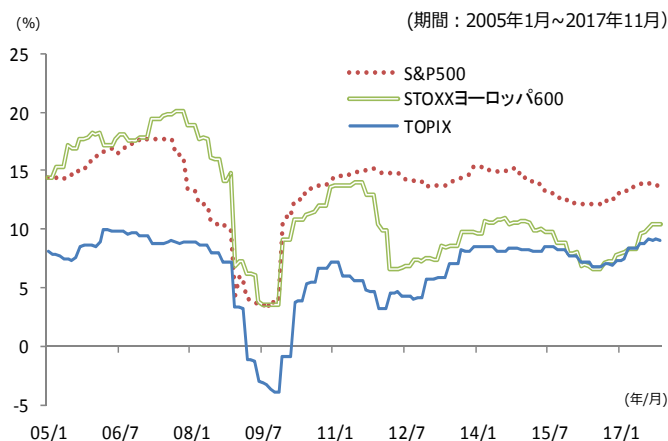
<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ドル円レートが110-113円程度にとどまっても、日経平均株価は上昇を続け（前頁図表1）、過去20週間の外国人買越し額が1兆円に満たないにもかかわらず、同期間の日経平均株価の騰落率は+10%程度まで上昇してきました（前頁図表3）。

昨年の中半以降、減税への「期待先行」で上昇した米国株式に引っ張られる形で、日本株式も買われてきました。しかし、その裏には、過去5年間に実行されたアベノミクスの金融・財政政策や成長戦略が実を結び、コーポレートガバナンスの強化などによって企業の収益性（ROE）が高まり、日本株式に対する内外投資家からの信頼感が従来以上に高まってきたことがあったと思われます（図表4）。

図表4 日米欧のROE（自己資本利益率）



(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

2018年は「為替離れ、海外投資家離れ」に注目

今後、日経平均株価が25000円を超えて持続的・自律的な上昇基調に入るためには、為替相場や海外投資家に依存した相場展開から脱却することが求められると考えます。そのためには、経済全体では、人手不足セクターを中心に企業が賃上げを行い、懐が温まった個人が企業の値上げを受け入れ、利益を増した企業がさらに賃上げや設備投資を行う、という好循環が生まれる必要があると考えています。企業部門では、テクノロジー、機械など技術・競争力を世界に誇る産業が収益性、成長性をさらに高め、内需産業が魅力的な商品やサービスを市場に投入し続けるとともに、効率化投資を積極化して生産性を上げることが求められます。もちろん、海外投資家依存から脱却するためには、国内の個人・機関投資家が国内株式市場の主要なプレーヤーになることが期待されます。

日本株式の「為替離れ、海外投資家離れ」の兆しは、既に昨年から見始めています。今年はこの動きが本格的に進むかどうか注目される1年になると考えられます。

以上（作成：投資情報部）

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用

購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.78%（税抜3.5%）

- お客様が換金時に直接的に負担する費用

信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内

- お客様が信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）の実質的な負担

：純資産総額×実質上限年率2.052%（税抜1.90%）

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用：純資産総額×上限年率0.01296%（税抜0.012%）

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

※監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商 号：岡三アセットマネジメント株式会社

事 業 内 容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業

登 録：金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第370号

加 入 協 会：一般社団法人 投資信託協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214（9:00～17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く）