

なぜ、日本株は海外株よりも下落するのか

～海外投資家と個人投資家はコインの裏表～

経済調査部 熊野 英生

(要旨)

日本の株式市場は、海外投資家の売買割合が高いので、彼らが売却に転じると下落しやすい弱点がある。それが、各国株が下がった以上に日本株が下がる理由と考えられる。しかし、この構造は、もうひとつ、日本株が下がっても国内の個人投資家が日本株投資を増やさないという側面と、コインの裏表の関係になっている。中東・アジアの海外投資家に日本株に投資を買い増してもらうことが重要である反面、今更ながら個人投資家の投資促進・育成が重要だと考えられる。

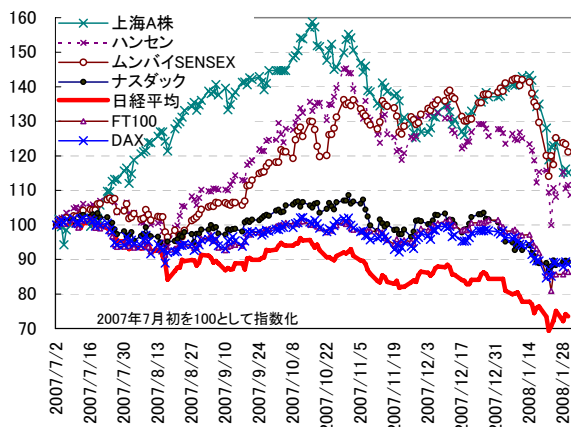
1. 「海外投資家が売るから」だけか？

日経平均株価は、欧米・アジアの株価に比べて下落ペースが大きい(資料1)。日米株価の間には連動性があるが、日本株は米国株価が上昇したときはつれ高になりやすく、米国株価が下がったときにだけつれ安が進む。どうして、そうした非対称性が生じるのだろうか。

このところ、日本の株式取引に占める海外投資家の割合が上昇している。2007年中の売買金額に対するシェアは、海外投資家が62%であり、個人投資家が25%となっている。多くの人が、売買の

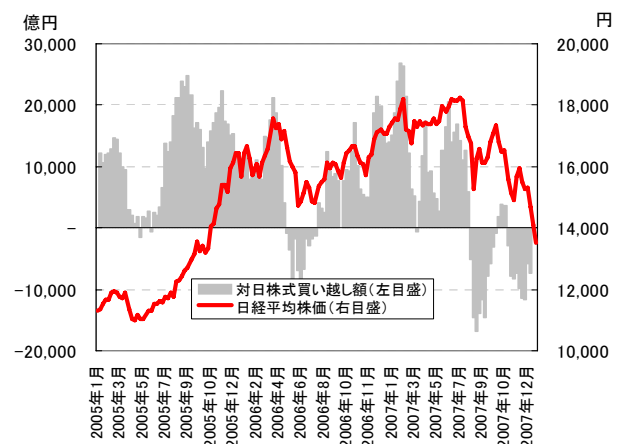
過半数を占める海外投資家が売ってくるから日本株が下がりやすいと感じている。事実、海外投資家の日本株の売買状況は、2007年後半は買い越しから売り越しに転じている(資料2)。海外投資家への依存率が高い株式市場では、海外投資家が自国での値下がり穴埋めをするために、含み益のある海外投資分を益出しするから、売られやすいという見方ができる。言い換えると、日本の株式市場はそうした行動を採る投資家が多いから、世界の連鎖株安現象に過度にひきずられるという説明になる。

資料1 世界の主要株価の推移



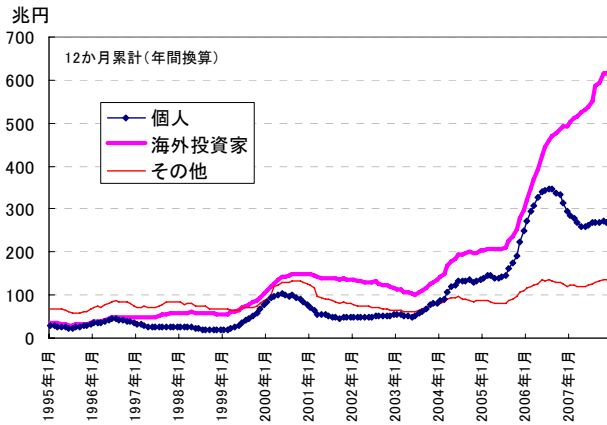
(出所) Bloomberg

資料2 対日株式投資の状況



(出所) 財務省

資料3 東証3市場の個人・海外投資家の売買高



(出所) 東京証券取引所

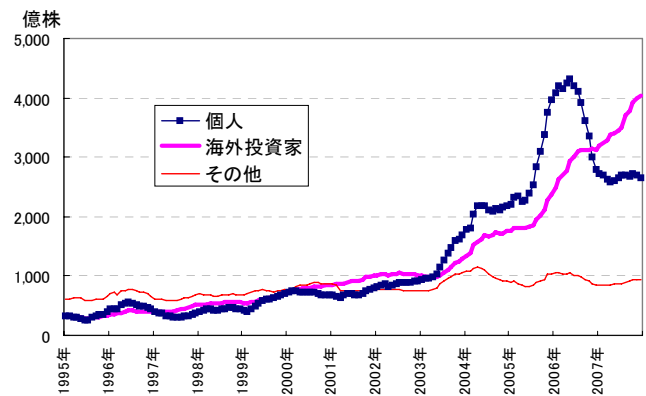
筆者は、そうした説明が成り立つにしても、もうひとつ重要なファクターが隠れているように思う。すなわち、国内投資家が自国の株式を率先して買い支えにくい背景である。特に、個人投資家は、2006年以降、売買の勢いを失ってしまっている。個人の売買シェアを金額・株数ベースの両方でみていくと、近年の個人の弱さが如実に示されている(資料3、4)。ライブドアショックを経て、2006年5月頃をピークに、それまで海外投資家に拮抗する活発さで日本株を取引していた個人が、急速に勢いを失ってしまった。個人が、現在に至るまで勢いをなくしてしまったことが、もうひとつの重要なファクターだと言える。

日本株の取引シェアで、海外投資家のウエイトが極端に高まっていることは、個人の取引量が不活発になってしまったこととコインの裏表の関係になっていると考えられる。個人が取引量を減らしたことが、海外投資家に依存する度合いを強めたことの原因でもある。

2. なぜ、個人投資家は弱体化したのか

2005年秋の郵政解散以降、日本の株式市場には熱狂のようなものがあつた。そのブームは、デイトレーダーに象徴されるような投機的な個人投資家が中核をなしていた。彼らの投資手法は、配当などインカムゲインを蓄積させて値下がりにも備える長期投資型や、過小評価された割安株を見

資料4 東証3市場の個人・海外投資家の売買株数



(出所) 東京証券取引所

つけて買い集めるようなパイ・アンド・ホールド型とは全く違っている。むしろ、ネット証券を使って、人気銘柄を取引を集中させて、短期でさやを抜くような投資スタイルを主体にするトレーダーであった。当時は、経験の浅い個人投資家が数年で1億円、2億円の巨大資産を稼ぎ出せるという「一攫千金」伝説が、若者たちの心を魅了し、どんどん株式市場への新規参入が進んだ。

しかし、短期トレーダーたちは、信用取引でポジションを膨らませた後、ライブドアショックのような暴落に出会って、それまで蓄積した資力をすり減らしていった。2007年のように、年内に2・8・11月と3度も急速な株価下落が起こる局面では、こうした短期トレーダーはその足腰の弱さを露呈する。下落から小反発に向かう局面で買いに向かうと、次の下落の波に飲み込まれるからだ。信用取引を利用した短期のさや抜きは、株価上昇局面では強さを発揮できても、下落局面では苦戦を余儀なくされる。本来は、より長期サイクルの下落を意識してパイ・アンド・ホールドで、底値を分散投資する方法が、保有額を増やすには都合がよい。

2006年までの上昇局面では、そうした長期投資家は影が薄く、そのことが今日に至るまでの個人投資家の存在感を小さくさせた。冒頭に、個人投資家の株取引が不活発だと表現したが、より厳密には個人のうち短期トレーダーが取引を縮小さ

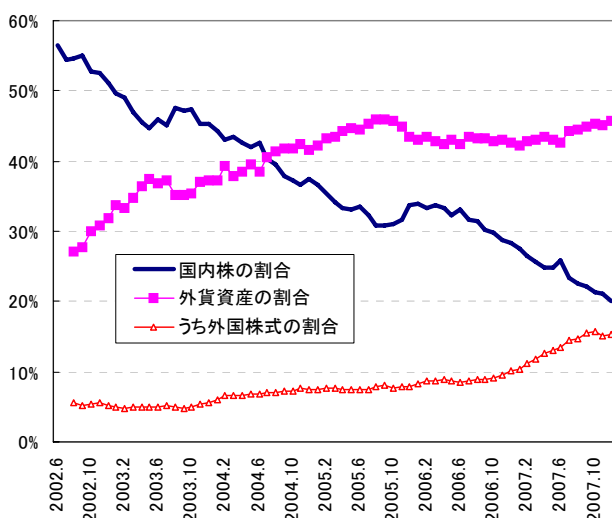
せ、長期投資家が増えていかなかったことが全体の個人投資家の低迷を招いていると考えられる。現在、株式市場の中でも新興市場のように、短期トレーダーの顔ぶれが多かった市場ではより深刻な相場の低迷に陥っている。

3. 長期投資のすれ違い

個人にとって長期投資をするときには、投資信託が有益なツールになる。ところが、ここ数年は、株式投信を通じた国内株式投資も低迷している。理由は、株式投信を購入する個人が、国内株よりも外貨資産を中心に組成された種類の投信を好むからである。毎月分配型のように、外債などによって高利回りをアピールする商品が人気を集め、国内株だけを運用対象にする伝統的な株式投信はアピール度が弱くなっている。株式投信の運用資産の内訳をみると、国内株式がウェイトを低め、外貨資産のウェイトが高まっている（資料5）。

日本の個人マネーは、ホームバイアスが極めて強いことが知られているが、こと投信の購入者に関しては、逆にホームバイアスが極端に低いというねじれが生じている。外貨投信を好んで購入する個人は、長期投資を念頭に置くことで、為替リスクが緩和できるという感覚に基づき、リスクを積極的にとっている。

資料5 世界の主要株価の推移



(出所) 投資信託協会

4. 円安バイアスを嫌がる海外投資家

ここまで焦点が当たりにくい個人投資家について議論してきたが、もう半分の問題はやはり海外投資家の行動である。

なぜ、海外投資家が国内株を売りやすい（買いにくい）のかという理由には、円キャリートレードの影響もあると考えられる。円キャリートレードが拡大するとき、円売り・外貨買いのポジションが膨んで円安が進む。海外投資家にとって、円安は日本株のドル表示（外貨表示）の価格を目減りさせる。従って、欧米のヘッジファンドが円キャリートレードを拡大させるとき、新興国株や欧米株がより選好され、日本株が敬遠される。日本株は、海外株価につれて上昇しているようであるが、海外株価ほどは上昇していないのである。

さらに、アジア株の中で中国・インドなど新興諸国の上昇ペースが速いこともあろう。2007年は、何度も世界同時株安に見舞われたが、新興国株価は上下動を繰り返しながらも上昇傾向にあった（前掲資料1）。新興国経済の成長率は高く、日本よりも高い成長率が見込めることも、新興国株を前向きに評価させている。

反面、日本国内では、いくつかの国内問題に悩まされた。すなわち、耐震偽装事件に対応して改正建築基準法が施行され、民間業者が建築着工に移りにくくなっている問題だ。ルールを厳格化したことが、民間事業者を慎重化させる結果を引き起こした状況は、海外投資家の目には、非常に不透明に見えるだろう。建築基準法を巡って様々な問題点があるにせよ、日本経済に対する不信感があることも否めない。2005・2006年に大きく話題になった企業買収の防衛策も、海外投資家にとっては印象がよくない。

5. 課題はアジアの投資マネーを吸収すること

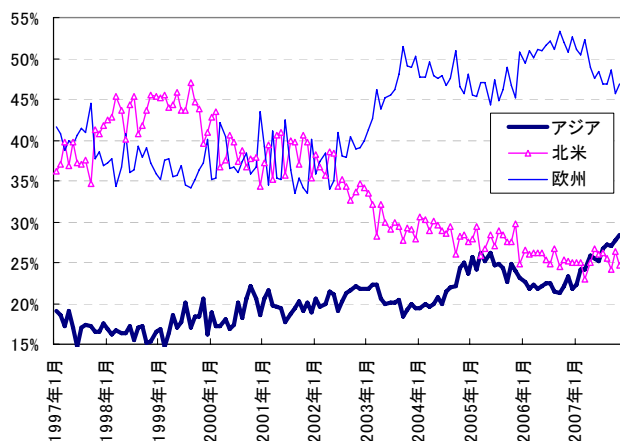
2007年後半に海外から日本株に投資されたマネーの変動をみると、欧米よりも、香港を中心としたアジアの投資資金が、日本株を売り越してい

た。一方、日本への株式投資資金について、売買高のシェアを調べてみると、このところアジアの投資マネーの割合が高くなっている（資料6）。投資マネーの勢いは、欧米よりも新興諸国へと移っているという特徴を感じる。さらに、欧州からの投資の内訳でも、英国（ロンドン市場）を経由した中東マネーが存在感を増しているのので、アジア・中東のマネーが日本株を取引する量は、統計に表れる以上に大きいかもしれない。

なお、アジアから米国への株式投資について売買高の前年比伸び率を調べると、このところ高い伸びを示しているが、実はアジアから日本への株式投資は、米国向けの売買高の伸び率よりも高い（資料7）。日本株へのネガティブな印象があっても、取引の活発さにおいては対米よりも対日取引の方が大きいことは、あまり知られていない。中東・アジアの海外投資家に日本株に投資を買い増してもらうことが重要である。

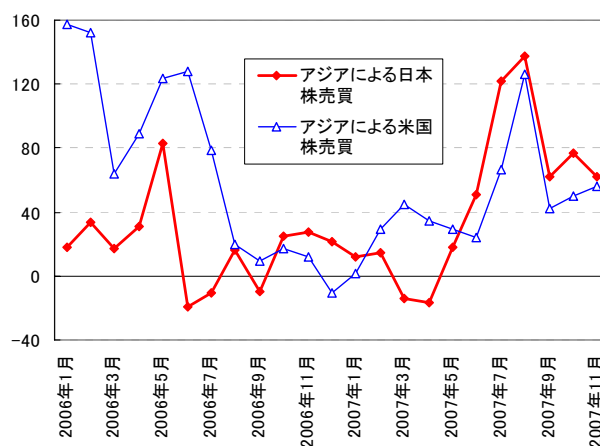
くまの ひでお（主席エコノミスト）

資料6 海外投資家の地域別対日株式売買高のシェア



(出所) 東京証券取引所

資料7 アジアから日米向け株式売買高の前年比 (%)



(出所) 財務省、米国財務省