

## なぜ、日本株は海外株よりも下落するのか

発表日：2008年1月17日（木）

～海外投資家と個人投資家はコインの裏表～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (TEL: 5221-5223)

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を買い増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が日本株に投資を振り向ける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。

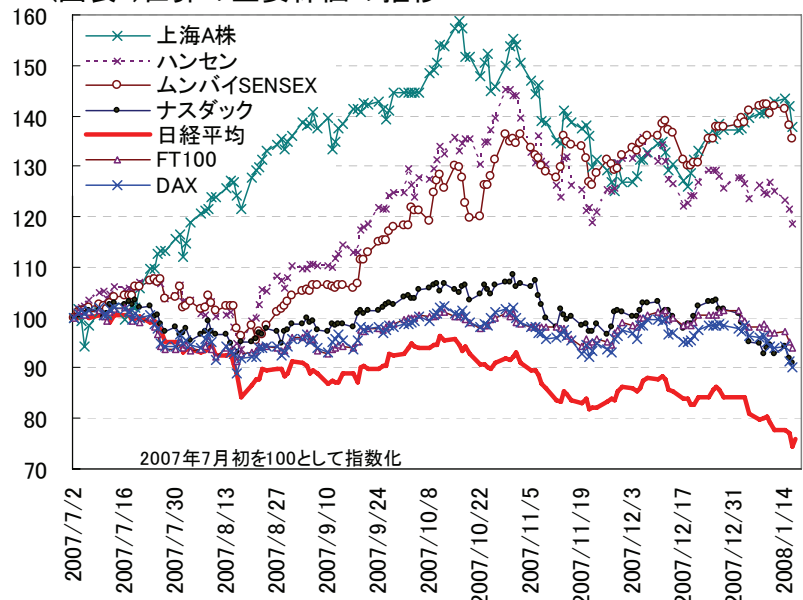
### 「海外投資家が売るから」だけか？

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(図表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にくく、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。

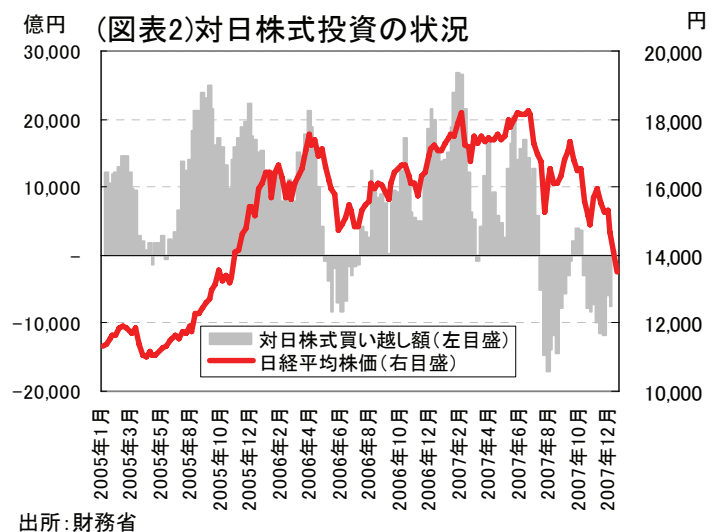
このところ、日本の株式取引に占める海外投資家の割合が上昇している。2007年中の売買金額に対するシェアは、海外投資家が62%であり、個人投資家が25%となっている。多くの人が、売買の過半数を占める海外投資家が売ってくるから日本株が下がりやすいと感じている。事実、海外投資家の日本株の売買状況は、2007年後半は買い越しから売り越しに転じている(図表2)。海外投資家への依存率が高い株式市場では、海外投資家が自国での値下がり穴埋めをするために、含み益のある海外投資分を益出しするから、売られやすいという見方ができる。言い換えると、日本の株式市場はそうした行動を採る投資家が多いから、世界の連鎖株安現象に過度にひきずらるという説明になる。

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、

(図表1)世界の主要株価の推移



(図表2)対日株式投資の状況

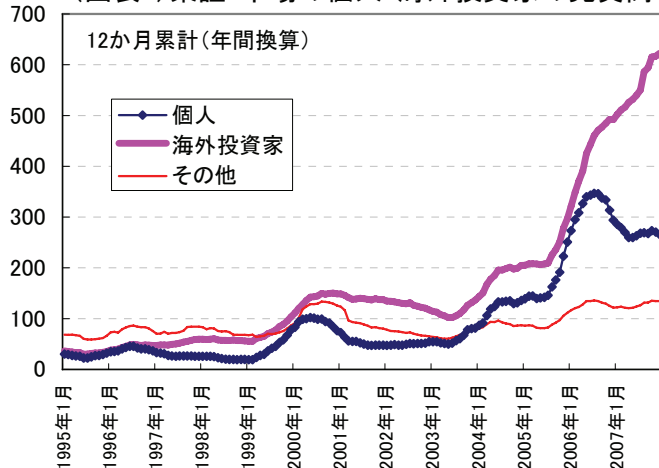


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

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（図表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。

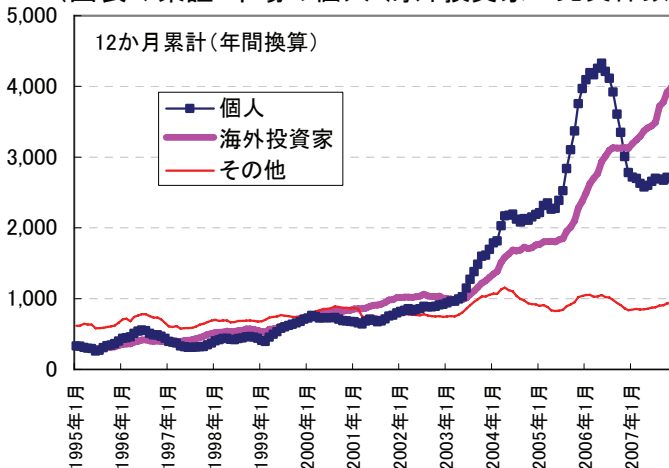
つまり、日本株の取引シェアで、海外投資家のウエイトが極端に高まっていることは、個人の取引量が不活発になってしまったこととコインの裏表の関係になっていると考えられる。個人が取引量を減らしたことが、海外投資家に依存する度合いを強めたことの原因でもある。

兆円 (図表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

億株 (図表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

### 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。彼らは、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つけて買い集めるようなバ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つた。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加が進んだ。

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バ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。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## 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（図表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、こと投信の運用者に関しては、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。

## 円安バイアスを嫌がる海外投資家

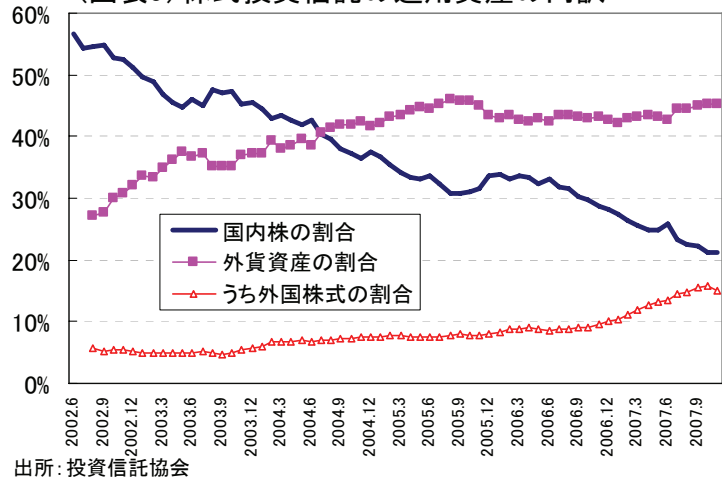
ここまで焦点が当たりにくい個人投資家について議論してきたが、もう半分の問題はやはり海外投資家の行動である。

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。

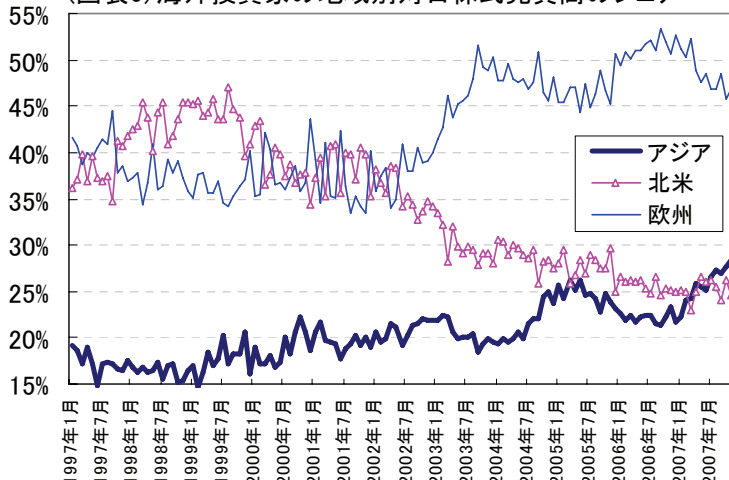
さらに、アジア株の中で中国・インドなど新興諸国の上昇ペースが速いこともあろう。2007年は、何度も世界同時株安に見舞われたが、新興国株価は上下動を繰り返しながらも上昇傾向にあった（前掲図表1）。新興国経済の成長率は高く、日本よりも高い成長率が見込めることも、新興国株を前向きに評価させている。

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

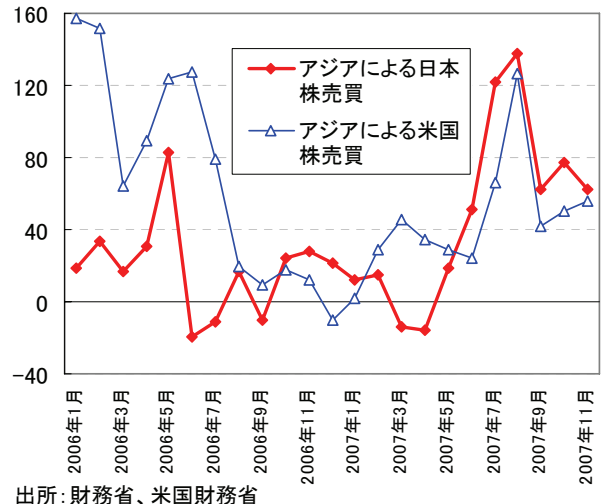
（図表5）株式投資信託の運用資産の内訳



（図表6）海外投資家の地域別対日株式売買高のシェア



（図表7）アジアから日米向け株式売買高の前年比



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

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対応も、海外投資家にとっては印象がよくないだろう。

### 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（図表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ため、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（図表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。

おそらく、こうしたアジア・中東の勢いが強まる構図は2008年中は継続すると考えられる。新興国の経済は、資源価格の高騰に支えられている面がある。米国が2008年央にかけて大幅な利下げに動くのならば、原油をはじめとする資源高・商品高は継続すると予想される。その場合、資源価格の高騰が、先進国から新興諸国へと購買力が移転し、それが投資マネーへと転換していく。そうした意味では中東・アジア重視で日本市場が投資マネーを吸収できるかどうか、日本に海外マネーを呼び込もうとするときのキーポイントになる。