

日本株を保有する海外マネーの分析

発表日：2013年6月10日（月）

～アベノミクスに反応した流入資金は一部分～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生（TEL：03-5221-5223）

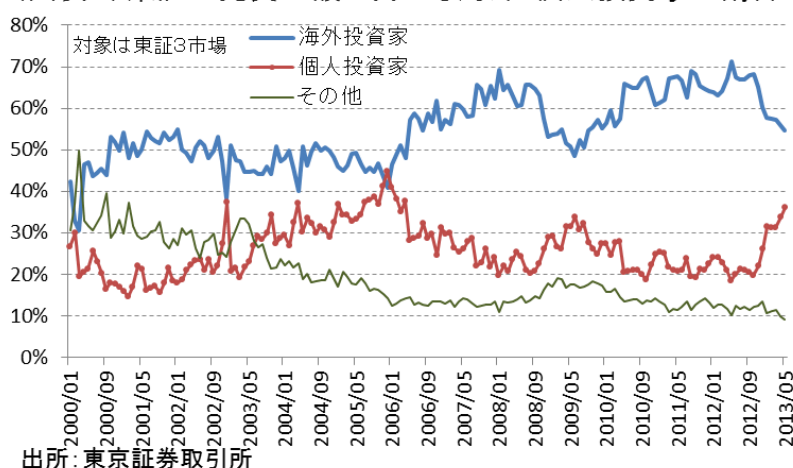
海外投資家の日本株売買は、委託売買の5～6割を占めている。また、2012年11月以降の買い越し額は累計10.1兆円に達する。この部分のアベノミクスに反応して資金流入してきたと考えられる。ただし、海外投資家の日本株保有額は110.7兆円であるので、全体からみると新規流入した金額10.1兆円は、それほど巨大な規模ではない。

海外マネーへの依存

「海外投資家が主導する株価上昇」と言われてきた。東証3市場の売買金額を調べると、5月の海外投資家の売買額は86.4兆円、個人投資家は57.1兆円である。委託売買に占める両者の占有率は、それぞれ54.6%、36.1%と、2つの主体だけで90.7%に達する(図表1)。

海外投資家と個人の占有率が9割を占めるのは、5月に限った話ではなく、2013年1～4月でも同じである。

(図表1) 東証の売買金額に占める海外・個人投資家の割合



※「海外投資家が主導する株価上昇」には、海

外・個人投資家以外が株式投資を増やさないから、株価が上昇するときは、海外投資家の主導になってしまう側面もある。それ以外の投資家について詳しく調べてみると、10年程度前に比べて株式投資取引を減らしているのは、事業法人、銀行、年金基金（信託）、投資信託であった。証券会社による自己売買取引も細っている。

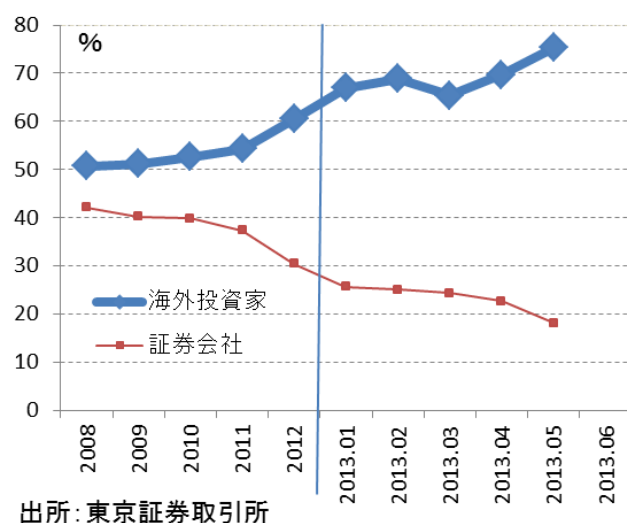
海外マネーの存在感は先物ではさらに大きい

海外投資家は、その存在感が過大評価されることが多い。巷で語られるのは、株価下落の要因として海外投資家による高速自動取引の影響があるとされることが多い。

しかし、もしも、この高速自動取引が市場を席巻しているのならば、海外投資家の取引ウエイトは極端に上昇するはずだ。実際はここ数か月でも5～6割の取引占有率で変わりが無い。高速自動取引の存在をあまり過大にみるのもどうかと思う。

むしろ、海外投資家の占有率が目立って上昇しているのは、現物よりも先物・オプション取引の方である(図表2)。株式先物指数の取引規模は、現物の売買金額に比べて4～7割を占めるほどに規模が大きい点も特徴である。2013年5月

(図表2) 株式先物指数の取引契約金額シェア



における海外投資家の株式先物指数取引における取引契約金額のシェアは 75.3%と極端に高くなっている。二番目のシェアが高い国内証券会社のシェアをみると、18.1%と海外投資家に比べて極端に低い。また、オプション取引については、海外投資家の取引割合が圧倒的に大きい。

別の視点として、海外投資家は、保有残高に比べて取引金額を膨らませているのだろうか。具体的に、保有残高と取引金額の倍率を調べて、回転数は高まっているのかどうかを確認してみた。2012 年末の海外投資家の株式保有時価は 83.1 兆円である。2013 年 1～5 月の売買取引額 292 兆円は、3.5 回の回転数になる計算だ。同じ期間の個人投資家の回転率は 2.8 回であった。個人に比べて、海外投資家が極端に回転売買を増やしているという風にはみえない（個人が海外投資家並みに回転率を上げたという理解も成り立つ）。

海外投資家の利益確定売りはどこまで進むか

6 月 10 日の東京株式市場は、前週末に米雇用統計が予想の範囲内の“弱さ”になったことから、米金融緩和の継続期待が強まって、前月比＋636.67 円という大幅な上昇になった。

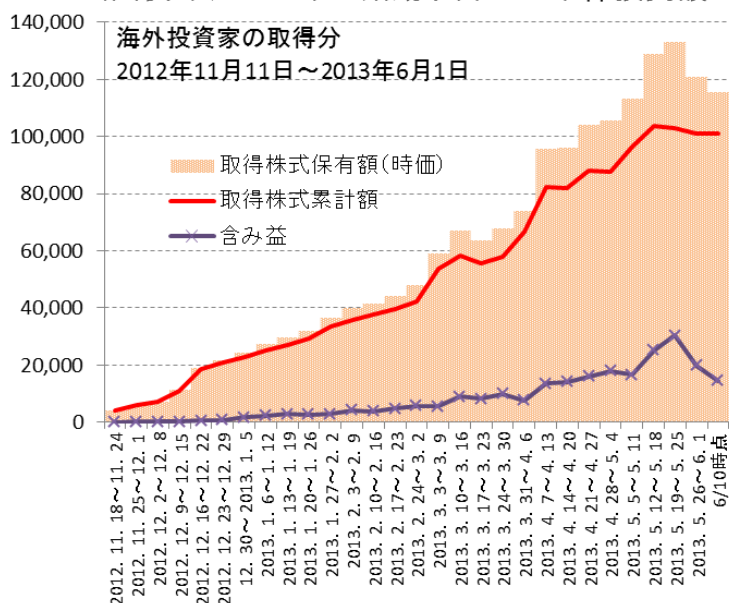
しかし、未だ投資家の間に根強い警戒感があるのは事実だろう。巷間、言われるのは、海外投資家などの利益確定売りが一巡するまでは下落圧力は残存するという見方である。

では、海外投資家の利益確定が一巡しそうな株価水準の目処はどの辺りなのであろうか。厳密な計算はできないので、近似的手法として、2012 年 11 月上旬以降の株式売買の買い越し額を累計して、その時々の時価で按分して平均取得価格を計算してみた。海外投資家の株式取得累計は、2012 年 11 月上旬から 2013 年 6 月初までで

10.1 兆円である。その平均取得価格は、日経平均株価を基準にして、11,828 円という計算になった。海外投資家の株式売却は、12,000 円近辺まで来れば、一応の目処として益出しが一巡するという見方もできる。

5 月 23 日までの日経平均株価は、一時 16,000 円に達しようとしていて、そのときは 2012 年初以降に日本株を取得した海外投資家の株式含み益は 3.2 兆円に達しようとしていた。そこから株価暴落によって大きく含み益を減らしているのが実情である（6/7 日時点で含み益は 1 兆円を割ったが、6/10 日には 1.4 兆円台を回復）。

億円（図表3）アベノミクス始動以降の日本株投資額



注：財務省資料に基づき計算。

※※計算の前提を変えて、2012 年初から 2013 年 6 月初まで（累計 11.0 兆円）を計算すると、平均取得株価 11,833 円とはほぼ同じである。

※※※この計算方法は、海外投資家の買い越し額を使っている点で、もっと以前から取得している投資家の部分を勘案していないことが欠点である。しかし、アベノミクスに反応して 2012 年 11 月以降に日本株に注目した海外投資家の平均取得株価について検討をつけるのには役立つ。アベノミクスに反応して日本株を買い増した投資家が慌てて、ここにきての株価下落に反応して日本株を手放していると考えるとき、下値の目処が 12,000 円程度というのは一応の参考になろう。

欧州・アジアの日本株投資拡大

海外投資家と一口に言っても、様々な主体がいる。東証データを使って、地域別の買い越し状況を調べてみると、2012年11月～2013年4月までの6か月の金額は、北米が2.9兆円の買い越し、欧州が3.6兆円、アジアが2.0兆円であった。欧州から日本への投資額が増えているのが今回の特徴である。特に4月の買い越し額1.3兆円は、2000年以降でみて単月では最高額であった。

欧州からの株式投資については、ここにきて売買金額の規模も目立って大きくなっている（図表4）。欧州から日本への投資額の中に、新興国マネー、オイルマネーがロンドン市場を経由して流入している金額が含まれていることを勘案すると、新興国マネーが以前に比べて存在感を増している可能性もある。

日本株への資産配分は増加しているか

一般的に、アベノミクスに対する評価が海外投資家の日本株取得を前向きに変えたとされる。この見方は本当だろうか。日本からみたデータではなく、米国からみたデータを調べることで、日本への株式投資の資金配分自体が増えたのかを確認してみた（図表5）。すると、米財務省データでは、確かに米国から海外へと流れていく株式投資資金のうち、日本株の割合は増えていた。この傾向は、2005年の郵政解散のときに日本株への注目が集まったときに似ている。

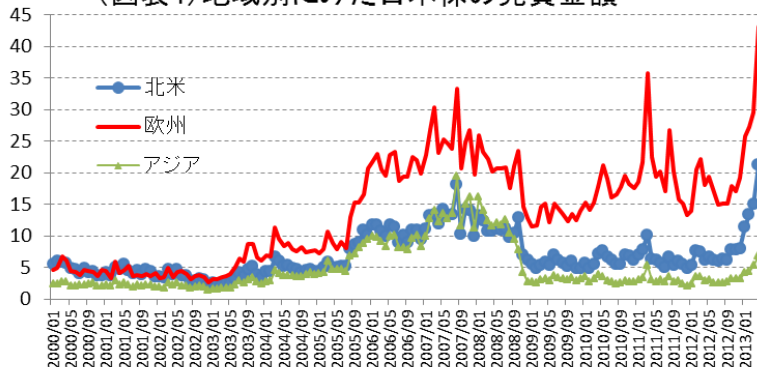
データの動きについて、正確に言えば、2012年までの日本株の注目度合いは、極めて低い状況で推移していたから、その反動として最近では増えているという評価も

できる。日本の政権運営については、一時は金融市場における経済政策への関心度が低く、株式市場のテーマにすることも格段に少なくなった。それが、政権交代のタイミングに合わせて、経済政策が政権運営の中核的な存在へと変わった。日本株投資の拡大は、そうした前向きな動きを受けていることは確実である。

アベノミクスと海外マネー

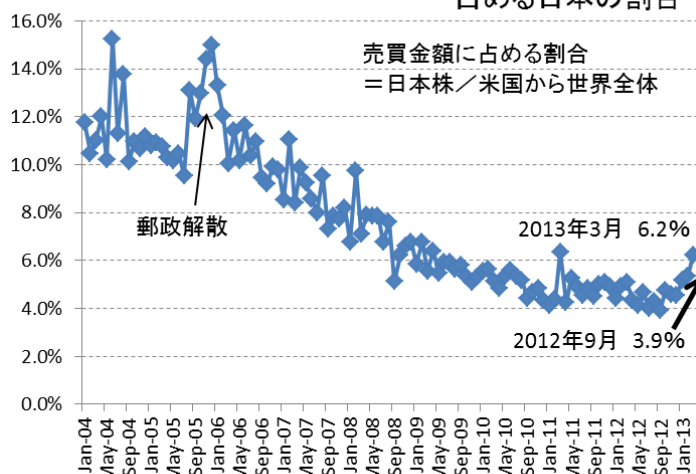
ここまでアベノミクスに反応して流入してきた資金のことをあれこれと分析してきたが、時勢に合わせて日本株投資を増やしてくるようなアクテ

兆円 (図表4) 地域別にみた日本株の売買金額



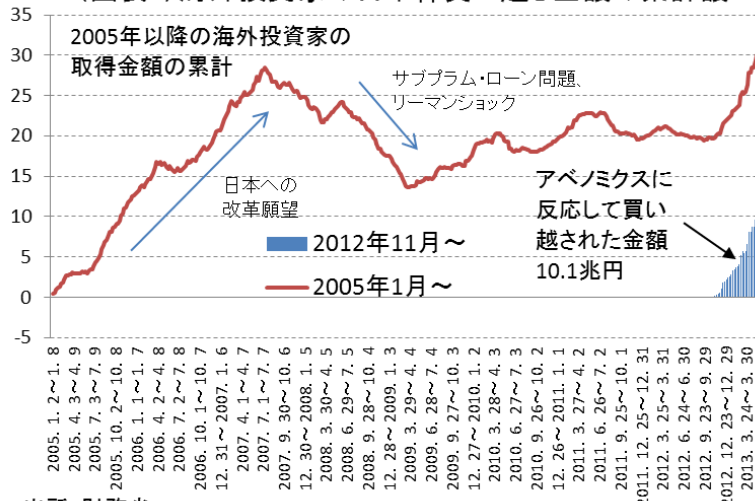
出所: 東京証券取引所

(図表5) 米国から海外への株式投資額に占める日本の割合



出所: 米財務省

兆円 (図表6) 海外投資家の日本株買い越し金額の累計額



出所: 財務省

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。

ィブな資金が、海外投資家の全体像ではない。2011 年 11 月以降に海外投資家が日本株を取得した累計額 10.1 兆円は、氷山の一角に過ぎないとみられる（図表 6）。

海外投資家の日本株の保有額は 2013 年 5 月末には、時価が 110.7 兆円^注にまで膨らんだと推察される（6/10 日時点では 108.6 兆円）。アベノミクスに注目して流入してきた 10.1 兆円の投資額はその 1 割程度に過ぎない。

注：2012 年末の保有残高は 83.6 兆円（日本銀行「資金循環勘定」より）。

こうした金額から窺われるのは、アベノミクスによってメリットを受けた海外投資家は、2012 年 11 月以降に日本株を取得した投資家よりも、それ以前から日本株を保有していた投資家の方だということである。彼らは、日本株が上昇してどこかで売り抜けようとするよりも、継続的に日本経済が立ち直って、安定的に日本株の時価評価が上がっていくことを希望するだろう。安倍政権の政策運営についても、目先の株式市場の評価に捕らわれず、より長期的な視点を重視して、日本経済の建て直しに腰を据えて取り組むことが望まれる。

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。