

Blog #9 年初来高値圏に上昇した日本株市場分析

株式会社LOGOSキャピタルパートナーズ
代表 伊藤 武

日本株市場は本国市場であるので、当然注目すべきでしょう。しかし、世界株式市場で日本株は世界市場の時価総額比率では7%未満に過ぎず、安倍政権発足後の日本株復活の期間を除き、リーマンショック以降の10年間米国株式市場が世界を席卷し、世界市場動向を分析するのに当たり米国市場を中心に考えていれば株式市場動向を理解するのに十分ことを足りてきました。それゆえに日本株市場を重点的に解説することはしてきませんでした。日本市場の特性を理解することは極めて重要です。

今年に入っても例年同様日本株市場は運行してきました。ところが9月以降日本株は急回復し、上昇基調に転じました。年初来10月末までの上昇率はニューヨークダウ平均の15.9%に対し14.6%と接近するに至っています。日本市場の復調はメディア等も賑わっています。出遅れ感の期待が高まり、懸念された円高も取り敢えずは遠のき、強気の見解が高まっています。株価を予想することは不可能ですが、日本の株式市場は複数の大きな特性を有し、それらを理解することにより日本株の位置づけを行うことは可能です。それら重要な特性について述べます。

- 東証一部の時価総額600兆円強に対し、日銀が30兆円に達する規模のETFを保有し、今後も年間6兆円買い増す方針です。既に時価総額の5%強の自国株式を、国家である日銀が保有することは世界的な観点から前代未聞で、資本市場制度で極めて奇異な現象です。
- そのみならず、世界最大の国家年金基金の年金積立金管理運用独立行政法人（通称GPIF）は160兆円に達する運用資産の25%を日本株に投資することを基本方針としています。換言すれば日本株に40兆円投資することは東証一部の6%強の保有を意味します。
- 更に民営化には着手しているものの、国有企業である日本郵政グループの有価証券投資額は200兆円の膨大な規模となっています。ゆうちょ銀行はもともと民間銀行とは本質的に違い、その設立目的は国家の財投融資の受け皿でした。即ち、国民から幅広く預金を募り、公共投資の資金供給減として機能してきたの

です。財投融資の縮小に伴い、新たな活路を見出す目的で民営化を実施していますが、依然として民間銀行とは性質を異にした金融機関です。民間融資は本業ではなく、今後も益々資産運用に重点を置き、その観点から必然的に日本株の大株主の地位を高めていきます。

- 海外投資家の日本株保有率は恒常的に上昇を続け、リーマンショックで一時的に低下したものの、過去数年間は約30%の水準に達しました。アベノミクスも終着点に達したとの観測のもと、当面はピークから売りに転じています。より一層重要な要因は売買高で、海外投資家は近年保有比率の倍以上の市場取引の60~70%を占めています。株式の高速取引手法は米国で開発され、海外投資家が日本株の短期売買の主役を務めています。従って、海外投資家の売買動向が日本株の値動きに最も大きな影響を与えています。
- 日本の個人投資家は1980年代まで株式保有比率は30%台を保持し、部門別として最大の投資家層であったのが、バブル崩壊後一貫して下げ方向に転じ、2000年以降はほぼ20%程度で推移してきました。過去数年間は再び下げ方向に転じ現在においての保有比率は17%まで低下しています。売買比率で高いシェアを占めていた個人投資家の影響は大幅に低下してしまいました。
- 為替動向は日本の企業収益に極めて大きな影響を与え、大手製造業は輸出や海外依存度が高く、為替動向が収益の大きな要因となっています。輸出産業にとっては当然ながら円高は為替差損の原因となり、それに反し輸入産業は、デフレ基調の国内において為替差益を企業収益に転嫁することが困難となっています。即ち円高は一般的に企業収益を圧迫し、株価にとっては明らかなマイナス要因となっています。株式市場にとって円高はマイナス要因で、円安はプラス要因となっています。

さて、日本株の上記の特性は株価動向にどのような影響を与えるのでしょうか。日本株式市場の主要な特性を鑑み、以下の趨勢が明瞭となっています。

- 他の資本主義諸国との比較上、日本政府関連機関の日本株保有比率は極めて高い水準となっています。それら機関の性格上株の売買頻度は低く、換言すれば日本株の浮動株比率は低下し、市場規模に対し流動性の低い市場となっています。と言うことは、比較的少ない金額で市場を動かすことが可能な市場となっています。
- 歴史的に観ると、株式の売買高は個人投資家が低下し、上記の通り海外投資家が圧倒的に高くなり、海外投資家動向が株価に最も大きなインパクトを与えています。一部の伝統的な海外投資家はファンダメンタルズに基づき中・長期投資を行いますが、出来高の大半はヘッジファンドや裁定取引の短期売買が主流となっています。

- 上記のとおり、為替動向は日本企業収益に大きな影響を及ぼす事実から、為替の絶対水準もそうですが、その流れが円高であれば株安、円安であれば株高の通念が定着しています。

これらの特性を検証すれば、概ねですが海外投資家の日本株買い越しは株高に通じ、逆に売り越しは株安に通じています。2017年は海外投資家の7910億円買い越しに対し、2018年は5兆3920億円の売り越しでした。2019年の年初来、海外投資家は継続して売り越しでしたが、4月には1兆6200億円の買い越しに転じ、日経平均は4月末に向かい年初来高値の22,000円台を記録しました。その時点で為替も円は今年最安値の対ドル111円台となりました。以後海外投資家は売り越しに転じ、8月には日経平均は安値圏に突入し、その後海外投資家は10月以降買い越しに転じ、11月に日経平均は23,000円の大台に乗せています。為替は108円近辺で横ばい状態となっています。日本の企業収益は減益に転じ、経済成長も今年の第3四半期は02%成長に止まり、10月には消費増税導入となったので経済成長の急回復も望めないでしょう。現時点で日本株価予想は強気論が支配していますが、そのような楽観論は正しいかどうかは海外投資家動向次第であると観測しています。

本資料は、株式会社LOGOSキャピタルパートナーズ（以下「当社」という）が情報の提供のみを目的として作成したものです。当社が提供する情報は十分信頼に足るものと信じておりますが、それを保証するものではありません。ここに掲げる過去の実績は必ずしも将来の動向を示唆するものでなく、実際の収益を確約するものではありません。記載された見解等の内容は全て作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。この資料及びここに掲載された情報等の権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部若しくは一部を複製し、又その他の方法で配布することはご遠慮ください。