

日経平均株価 2万円が視野に 海外投資家の日本株買いは本物か

市場調査部首席エコノミスト

武内浩二

03-3591-1244

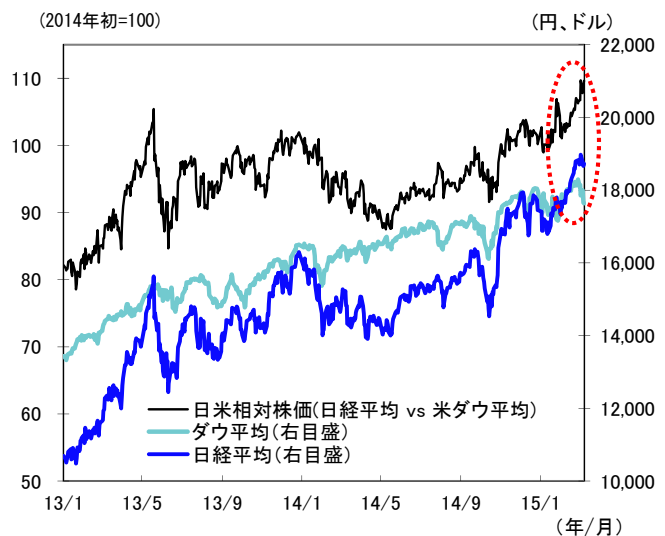
koji.takeuchi@mizuho-ri.co.jp

- 日経平均株価は15年ぶりに19,000円台を回復した。利上げを控えた米株の上値の重さとは対照的に、金融緩和が進む日欧株は堅調な推移が続いている
- 足元の上昇は海外投資家の買いの影響が大きく、特に2月は先物による海外投資家の買いが上昇に寄与した。海外投資家は日本株に強気になっている可能性がある
- 海外投資家が日本株に対して強気な見方に転じてきたとすれば、好需給、業績改善期待、日本企業の変化への期待などが影響しているとみられる。今後は日本株の持続的な上昇も期待できよう

1. 日経平均株価は15年ぶりに19,000円台を回復

日本株の上昇基調が強まっている。3月13日の日経平均株価はITバブル後の2000年4月以来15年ぶりとなる19,000円台を回復した(図表1)。2013年初には1万円強だった日経平均株価は、アベノミクスと日銀の異次元緩和を好感した海外投資家の買いから1年間で5割以上上昇し、2014年初には16,000円台を回復した。2014年に入ってから利益確定売りなどに押され、秋口まで上値の抑制された展開が続いていたが、10月の日銀による追加緩和を契機に一気に高値を更新した。2015年も年初は昨年同様調整地合いで始まったが、1月下旬以降は上昇に転じ、その後はやや過熱感を伴いながら右肩上がりの展開となった。特に米株との相対株価をみると、日本株の堅調さがみてとれる。米株も最高値圏での推移を続けているが、利上げを控えていることに加え、原油安やドル高の影響から業績見通しの下方修正傾向が続いており、上値が抑制された展開となっている。一方、年初来で日本株を上回る高パフォーマンスを示しているのはドイツ株を中心とした欧州株であり、量的緩和が続く日欧株が投資対象として選好されている面があると考えられる。

図表1 日米株と日米相対株価



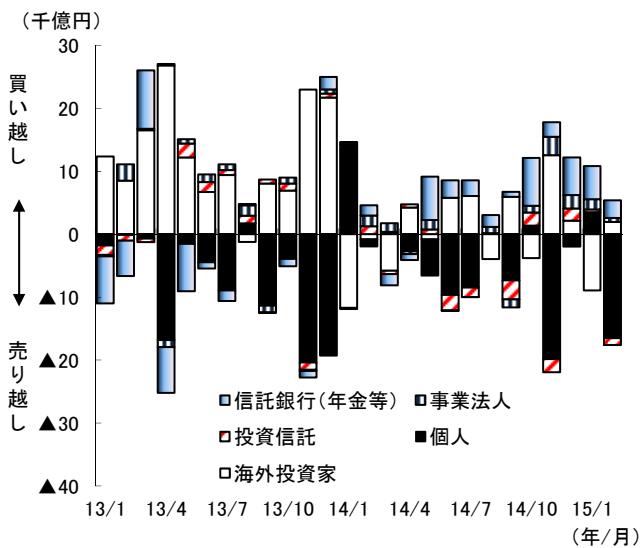
(注) 日米相対株価は米株指数対比での日本株指数のパフォーマンス。
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

2. 日本株の上昇を演出する海外投資家の買い

東証が発表している二市場（東証・名証）一・二部合計の投資主体別売買動向を月別にみると、ここ数カ月間コンスタントに買い越し基調となっているのは信託銀行であり、海外投資家は売り買いが交錯している（図表2）。信託銀行経由の主な買い手は年金資金であり、特に公的年金によるポートフォリオの見直しが影響しているとみられる。安倍政権の成長戦略の一環からGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）は2014年6月と10月に中期計画の基本ポートフォリオを見直し、国内株式の投資比率を修正前の11%から25%まで引き上げた。GPIFの発表によれば、2014年末の国内株式の比率は19.8%まで上昇している。こうした動きを受けて、他の公的年金等も株式の比率を引き上げる方向に動いているとみられる。信託銀行は昨年5月以降10カ月連続で買い越ししており、その間の買い越し額は約3.8兆に上る。

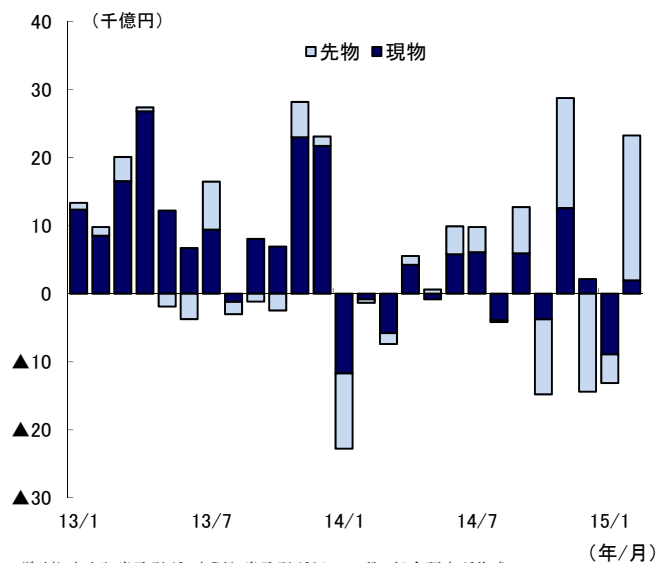
こうした年金の買いが日本株の下支えてきたことは確かであろう。ただし、株価が大きく上昇する局面で影響を及ぼしていると思われるのは、やはり海外投資家である。昨年来の海外投資家の日本株に対する売買動向をみると、従来に比べて先物使った売買の比率が増えている。現物と先物を加えた売買動向をみると、2月の上昇が海外投資家による先物買いによってもたらされたものであることが分かる（図表3）。週間ベースでみると、1月の下旬以降海外投資家は先物買いの勢いを強めており、日本株が反発に転じた時期とも合致する。昨年9月や11月にも海外投資家による先物買いが膨らんでいるが、翌月には大幅な売り越しに転じており、先物による海外投資家の持続性には疑問が残る。今回についてもS Q（株価先物先物・オプションの特別清算指数）算出を超えたことで今週、相場が一旦調整する可能性には留意が必要であろう。一方、現物市場でも海外投資家が4週連続で買い越しとなっている点を踏まえると、日本株に対する期待が強まっている兆しと見ることも可能であろう。

図表2 日本株の投資主体別売買動向



(注) 二市場一・二部合計。
(資料) 東京証券取引所より、みずほ総合研究所作成

図表3 日本株の海外投資家売買動向（現物＋先物）

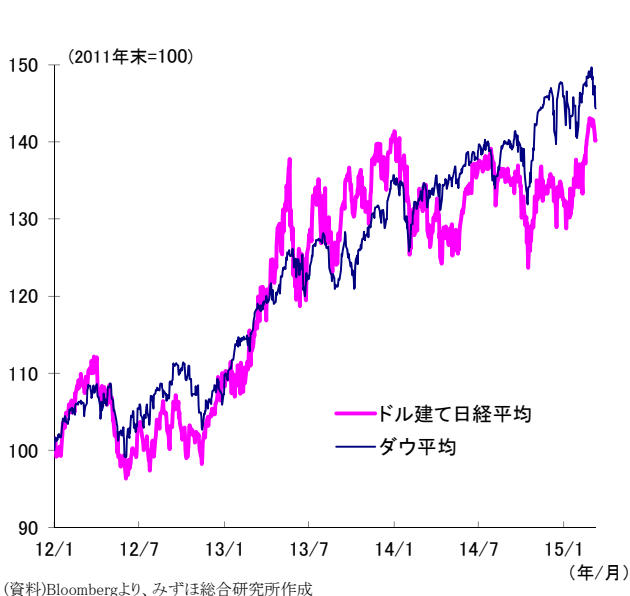


(資料) 東京証券取引所、大阪証券取引所より、みずほ総合研究所作成

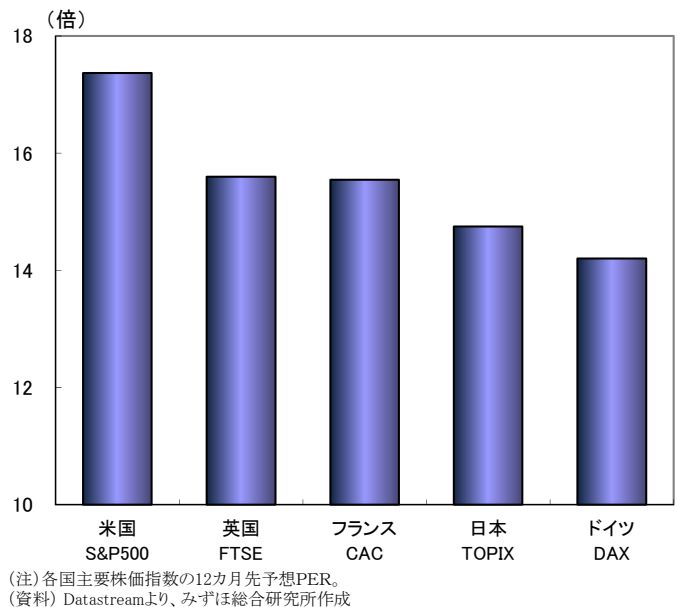
3. 海外投資家が日本株買いを進める3つの理由

海外投資家が日本株に対して強気な見方に転じてきたとすれば、理由としては好需給、業績改善期待、日本企業の変化への期待の3つが考えられる。まず一点目の好需給については、前述の年金のポートフォリオ見直しによる買い期待に加え、日銀の量的緩和が続く見込みであるといったことが挙げられよう。ECBが量的緩和に踏み切ったことで、改めて流動性相場が意識されている可能性がある。利上げが意識される米国株と日欧株の対比をみると、量的緩和の効果が注目されているようにみえる。また、短期的には海外投資家が重視するドル建て日経平均が米ダウと比較して割安感が台頭していたことも買い材料となったと考えられる（図表4）。二点目の業績改善期待については、円安や原油安は日本の特に上場企業にとってはトータルでプラスの影響が出やすいことが挙げられる。みずほ総合研究所では、原油安と円安によって2015年のマクロベースでみた大企業の利益は3.8兆円押し上げられると試算している。2015年の米企業の業績見通しが下方修正されているのとは対照的に日本企業の業績予想に関しては更なる上方修正余地があるといえよう。バリュエーション面からみても、米英に比べて日本株やドイツ株には割高感は乏しく、業績見通しの上方修正を踏まえれば、更に上昇余地が生まれることになる（図表5）。三点目については、安倍政権の成長戦略に沿って行われている日本企業のコーポレートガバナンス強化への取り組みである。金融庁と東京証券取引所は2015年3月5日に「コーポレートガバナンス・コード原案」を公表したが、この中では6月1日からの適用を想定している旨が記載されており、これに向けて日本企業は従来以上に透明性や収益性を意識した経営を行うことが期待されている。コーポレートガバナンス強化への取り組みは日本人以上に海外投資家が注目する材料である。また、日本企業が賃上げに対して徐々に前向きになっていることも、個人消費を喚起することで日本の内需の拡大に寄与するとの見方から好材料と捉えられているようである。

図表4 ダウ平均とドル建て日経平均



図表5 各国予想PERの比較



こうした状況を踏まえれば、短期的な相場の調整はあったとしても、海外投資家による日本株への資金流入傾向は続き、日経平均株価は2万円超えも視野に入ってきたといえるのではないかと見られる。ただし、この動きを持続的なものにするためには、特に海外投資家が注目している二点目、三点目を強化、実現していくことが重要であろう。また、利上げを控えた米株の調整や新興国の景気減速など海外情勢の変化が日本株の下落に繋がる可能性には留意が必要である。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的とした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各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。