

国内株式相場の需給動向

国内投資家・上場企業の変化が試される

市場調査部エコノミスト

大塚理恵子

03-3591-1420

rieiko.otsuka@mizuho-ri.co.jp

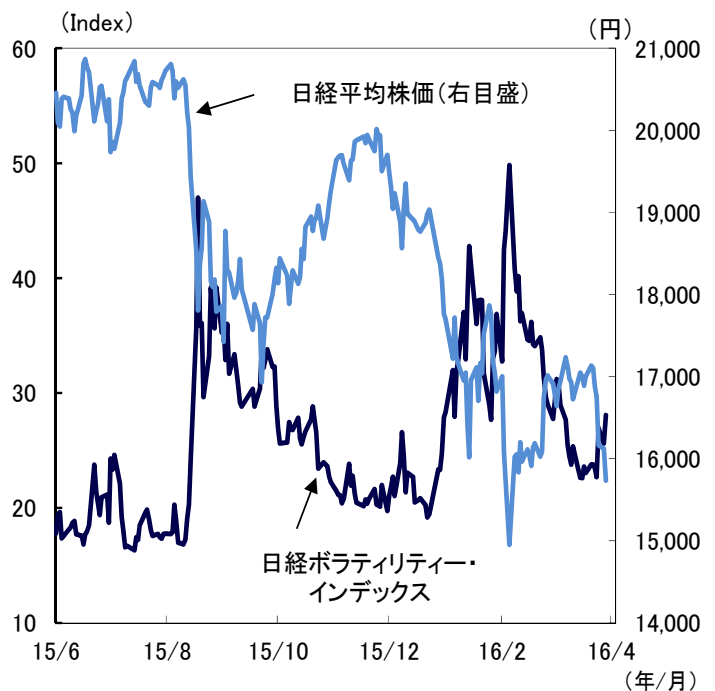
- アベノミクスへの期待後退等を背景とした海外投資家の日本株売りが2015年末以降の株式相場の下落を主導した。先物から現物へと売りは広がり、年初来の売り越し基調に歯止めがきいていない
- 一方、2月中旬以降の株価の一部持ち直しは年金や事業法人といった国内投資家がけん引した。事業法人は自社株取得に伴い下値での買い手として2015年後半から存在感が高まっている
- 2016年は海外投資家の継続的な日本株買いは限定的と見込まれる中、国内投資家の動向が注目される。マイナス金利環境下の投資行動の変化、企業の企業統治強化への取り組みがカギに

1. はじめに

2016年の第1四半期が終わった。振り返ると金融市場は大荒れの幕開けであった。中国元安・原油安を受けて世界経済減速への懸念が高まった他、一部欧州系金融機関の経営不安をきっかけとした金融システムの不安定化や更には米国経済の下振れへの懸念も高まる等、複雑に絡み合った様々な要因を背景に投資家のリスク回避姿勢は強まった。

日本株については、安値時の年初来騰落率が▲20%超となるまで落ち込み、グローバルに見ても相対的に下落幅が大きかった。もっとも、日本株の下落基調は2015年12月から始まっており、相場下落とともにボラティリティは上昇した。日本株は2015年夏場の世界同時株安以降の下落局面から10月と11月にかけて日経平均株価が17,000円から20,000円を回復する等、急反発した。しかし、一方で裁定買い残も急増し、先行きの売り圧力は高まっている状況であった。こうした状況下、12月のOPEC総会、ECBによる追加緩和、日銀による金融緩和の補完措置を材料にポジションが調整された。日経平均株価の予想変動率は、2016年2月12日の約50%のピークをつけるまで12月以降上昇基調が継続した（図表1）。

図表1 日経平均株価と予想変動率



(資料) 日本経済新聞社、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

2月中旬以降は、各国の協調的な政策への期待の高まりや原油価格の反発、米経済指標の持ち直し等から世界的に株価は底打ちしつつある。日本株も日経平均株価が一時15,000円を割り込む水準まで下落したが、一部値を戻した。一方、足元では為替市場におけるドル安・円高基調に伴い企業業績への懸念が高まっており、再び下落基調に転じている。本稿では、日本株の需給について、昨年末以の動向について考察するとともに、今後を展望することとしたい。

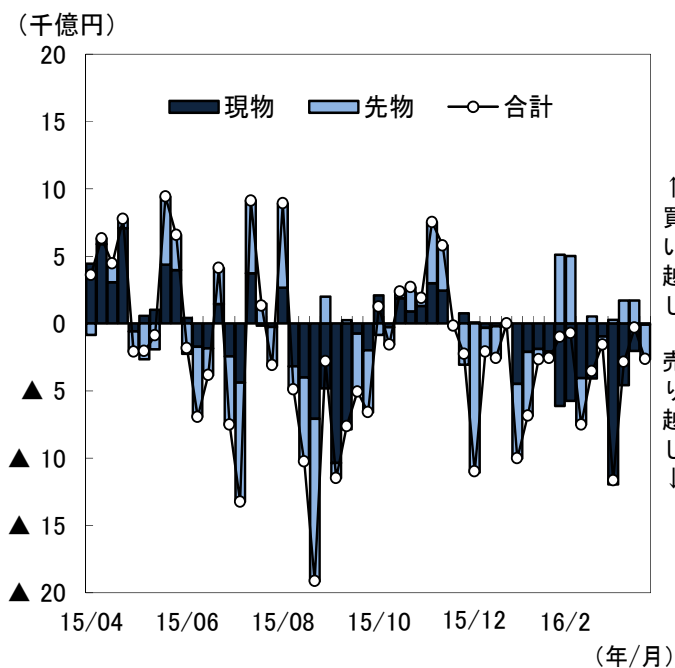
2. 2015年末以降の日本株需給動向

(1) 止まらない海外投資家による日本株売り

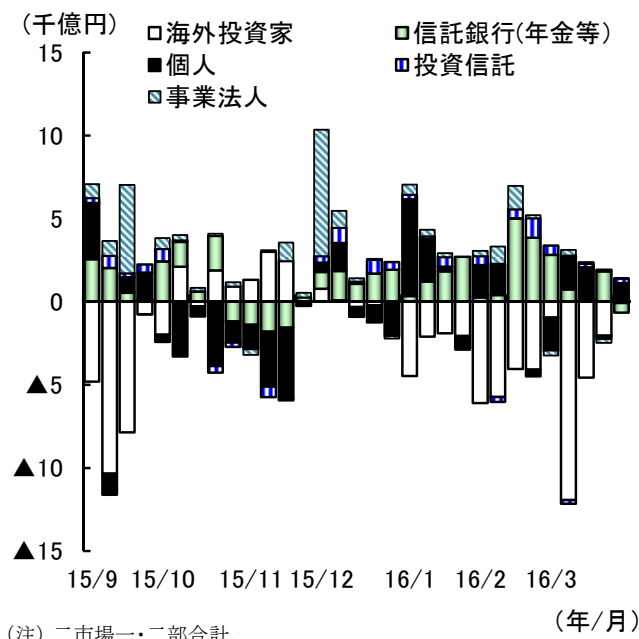
前述の通り、2015年12月以降に下落基調に転じた日本株だが、12月については、特に海外投資家による先物の売りが株価の下落を主導した(図表2)。一般的に先物は短期的な投資を目的としたマネーが多く、短い期間で一方向に相場を動かす。先物の取引金額は通常1日当たり5兆円~6兆円が平均的な金額であるが、2015年12月には通常取引金額の倍を超える営業日が連続し、日によっては20兆円超に及んだ。

2016年に入ると、1月前半に海外投資家による先物の売りは一服したものの、その後は現物の海外投資家による売りが加速し、中長期的な投資マネーも日本株から流出し、大幅な下落につながった。海外投資家の現物株売り越しは、日本株が一旦上昇し一部値を取り戻した2月下旬以降も継続しており、1月第1週から最新のデータである3月第5週まで13週連続となっている(図表3)。これ程の期間にわたって海外投資家が日本株を売り越すのは、1998年に16週連続で売り越しが続いた時以来のことである。金額をみてみると、2016年入り後の海外投資家による現物株の売り越し金額は5兆円に及び、2012年12月に安倍政権が発足してから2015年12月までの約3年間に買い越した金額、17兆円の約3分の1近くを直近3カ月で売り

図表2 海外投資家の売買動向



図表3 日本株(現物)の投資部門別
売り状況(週次)



越したことになる。

こうした海外投資家の日本株売りの最大の要因は、やはり金融緩和策を含むアベノミクスへの期待の後退と言わざるを得ないだろう。2015年10～12月期は2四半期ぶりに実質GDP成長率がマイナスになる等景気は踊り場にあり、物価の上昇も日銀の目標からは依然遠い状況である。また、特に期待が高かった企業統治改革や労働関連の規制緩和等の政策について、やや期待先行で評価された一方、企業の取り組みが途上であることや、政策推進が遅れていることも期待後退の一因であるだろう。さらに、金融政策については、政策手段の手詰まり感が意識され、金融政策の限界論も浮上していることに加え、効果の限界性も指摘され始めている。マイナス金利については副作用の方をより意識する向きもある。実際、2015年12月の量的・質的金融緩和の補完措置、2016年2月のマイナス金利導入を決定した際に一時的には円安・株高が進行したものの、その後円高・株安に転じており、金融緩和に伴う円安・株高進展は限定的になってきている。

(2) 年金・事業法人・投信を含む国内勢の買いにより一部取戻し

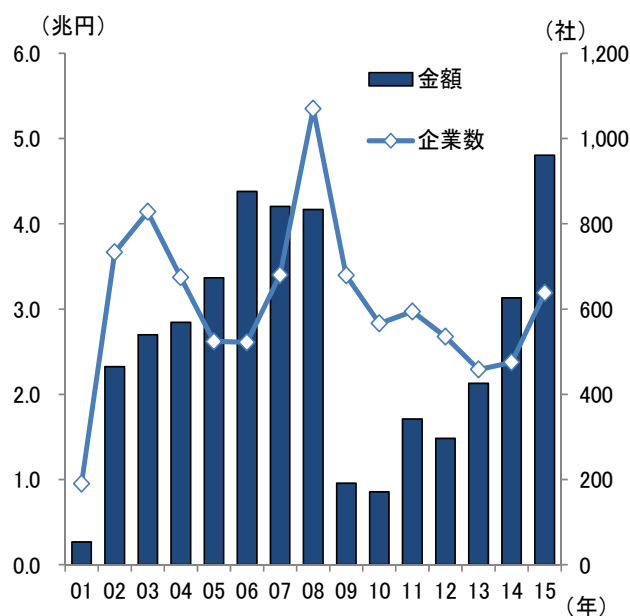
前述の通り、海外投資家による日本株の売り越し基調が続く一方、2月下旬以降、株価は一部取り戻した。その際の日本株の主な買い手は年金資金を含む信託銀行であった(前頁図表3)。信託銀行については、2016年入り後、海外投資家とは対照的に買い越しが継続しているが、特に日本株が年初来安値をつけた2月12日の翌週1週間での買い越し金額が5千億円に及ぶ等、買いを強める傾向が顕著であった。

また、投資信託や事業法人も買い越し基調であり、国内勢が上昇をけん引したことが分かる。特に事業法人については、2015年後半以降の株価下落局面(2015年9月や2015年12月)で買い越し傾向が目立つ。企業統治強化の観点から企業間の株式の持ち合いについては解消される方向にあるものの、株主還元を目的とした自社株買いが活発化していることが背景にある。上場企業による自社株式の取得金額は2010年以降増加基調にあるが、2015年には5兆円弱に達し、リーマン・ショック前の水準を上回った(図表4)。

3. 今後の日本株需給展望

新年度に入った国内株式相場は再び下落基調に転じている。米国の早期の利上げ観測の後退に伴うドル安円高の進行や企業景況感の悪化等から業績への懸念が高まっている。3月期末に向けた国内の年金等の買いも一服し、需給環境は悪化している。日本株の本格的な反転上昇には、上場株式の30%以上を保有し、取引金額の約70%を占める海外投資家が再び買いに転じることがやはり欠かせない。2月末のG20以降、7月の参議院選挙も視野に入らる中で安倍政権による財政出動や消費増税の先送り、日銀による追加金融緩和といった経済金融政策への期待が高まりつつある。5月下旬に日本が議長国を務めるG7を前にこうした政策が発表されれば、一旦は海外投資家も買いに転じるだろう。しかし、2016年を展望すると、7月の選挙以

図表4 上場企業の自社株買い



(注) 普通株の取得金額。
(資料) INDB Funding Eyeより、みずほ総合研究所作成。

降は材料出尽くし感が出てき易い他、海外に目を向けると、原油価格や中国景気の動向について不透明感
は払しょくされていない。こうした状況を勘案すると、円安進行も限定され、業績下振れ懸念が燻り、海
外投資家が日本株の買い越しに転じたとしても一時的に留まる可能性が高い

海外投資家による継続的な日本株買いが見込まれない中では国内勢の下支え力が試される。年金につい
ては、最大の運用資産額であるGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の2015年12月末時点の国内株式
の構成割合は23.35%と基本ポートフォリオの25%に既に近い。また、2015年10月よりGPIFと基本ポートフ
ォリオを一元化した3共済年金（地方公務員共済連合会、国家公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・
共済事業団）は、ポートフォリオの変更をどの程度進めたかは未詳であるが、2015年3月末時点で国家公務
員共済組合連合会と日本私立学校振興・共済事業団については国内株式が占める割合がそれぞれ8%、14%
であったことを勘案すると、買い余力は残存しているものと推察される。但し、どちらの組合も運用資産
額が10兆円未満と少額であることから、GPIFと比較して金額は限定的である。これらを踏まえると、GPIF
の国内株式の割合を引き上げる影響が大きかった2014年や2015年に比べると公的年金による買いのペース
は落ち、下値での押し目買いが中心となる。

事業法人については、2016年に入ってから自社株取得の金額が昨年を上回るペースで堅調に伸びてお
り、今後も日本株の買い手としての存在感が高まるだろう。企業が持つ潤沢な余剰資金について、マイナ
ス金利環境下で使い道として設備投資やM&Aの他、自己株取得という選択肢を採る動きが期待される。
また、投資信託についてもNISA制度設立以降、日本株の買い手となりつつあるが、2016年もジュニアNISA
の創設等の制度拡充が寄与し、資金流入傾向が続くだろう。

2016年は海外投資家の継続的な買いが見込みづらく厳しい需給環境に置かれると予想される日本株であ
るが、折しも日銀がマイナス金利を導入し、運用利回りの低下に直面する国内の投資家が代替的な運用を
迫られる環境下でもある。外国債券をはじめ、海外への資金シフトが中心となる可能性もあるが、一部国
内株式への流入も期待できる。従前より日本株については、海外投資家の動向によって上下に振れ易い
という構造的な問題が指摘されてきたが、この問題を緩和させる一步を踏み出す契機となるか注目される。一
方で上場企業が自社株買いや配当といった積極的な株主還元や投資家との対話といった企業統治の強化に
着実に取り組むことが海外の投資マネーを再び日本株に回帰させる近道でもある。2016年は日本株への逆
風が強い年となる様相を呈しているが、こうした環境下においても国内勢の投資行動や上場企業の経営姿
勢の変化が続くのか、先行きの日本株の命運を握る1つのカギである。

●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。