

円安進行と日本株の動向

Topics

- ▶ 円安が急速に進行。米金利上昇につれた動きで、歯止めがかかる兆しはみられず。
- ▶ 日本株は従来、円安ドル高局面で上昇するケースが多かったが、足元ではその関係はみられず。長期的にも円安と株高の相関が薄れつつあるもよう。
- ▶ 日本株の鍵を握る海外投資家の売買ポジションをみると、比較的「軽め」の状況がここ数年継続。海外投資家による日本株買いに向けては岸田政権の政策を巡る不透明感払しょくが必要か。

シニアストラテジスト 浅岡 均

円安が急速に進行

外国為替市場で円安が急速に進行しています。要因は日米金利格差の拡大（米金利上昇）とみられます（図表1）。円安けん制とみられる発言が鈴木財務相から相次いでいます。もっとも市場参加者は、日銀や政府は有効な政策措置を打ち出せない、円買い介入などの措置を打ち出したとしても米金利上昇につれた動きに抗うことは困難、などの見方を維持しているもようで、円安に歯止めがかかる兆しはみられません。

日本株は3月上旬から月末にかけて円安進行とともに上昇したものの、4月に入ると円安が進行する一方、日本株は弱含む場面もあるなど、日本株と為替の関係に変化の兆しがみられます。急速な円安や商品市況高による輸入インフレが内需や企業業績に及ぼす懸念がくすぶっていることが背景とみられます。

円安と日本株の相関は近年低下か

日本株は従来、円安ドル高局面で上昇するケースが多かったといえます。一方、新興国などでは自国通貨安は資本流出懸念により、株価の下落要因となるケースがほとんどといえます。

日本については、対外純債権国であり資本流出による自国経済への直接的な影響が少ないとみられる中、①財・サービスの輸出競争力上昇や②円建て輸出額増加（※）による業績改善期待を理由に、輸出企業を中心に株高につながっていたと考えられます。アベノミクス初期の日銀による異次元緩和開始時には円安・株高が進みました。当時は円売り・日本株先物買いポジションの構築が海外のヘッジファンドなどの間で進んだとみられています。（※輸出価格を為替に連動しない形で外貨建てで契約している場合、円安により円建て輸出価格が上昇し、数量が不変でも円建て輸出額は増加）

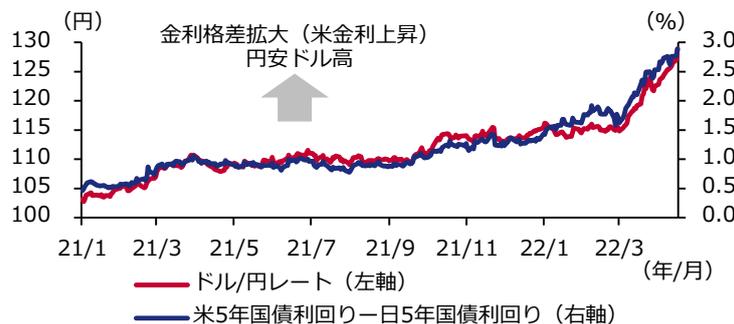
ところが日経平均とドル/円の相関係数をみると、200日間相関係数は直近（4月中旬）で負の相関となっており（図表2上段）。500日間の長期の相関係数をみると、2017年ごろまでは円安と株高の間で安定した高い正相関がみられたものの、それ以降は明確な正相関がみられなくなりつつあります（図表2下段）。サプライチェーンの見直しによる国内からの最終製品の輸出減や、為替動向に左右されにくい収益体質の構築が進んだことが影響している

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

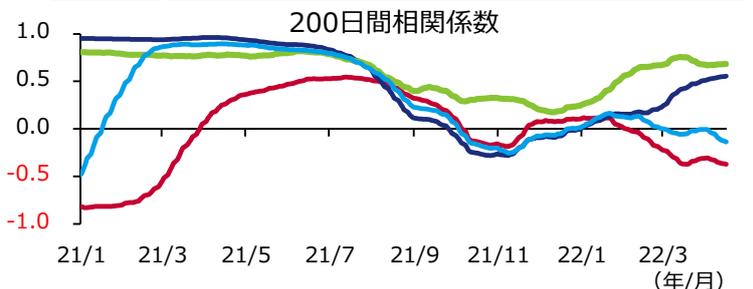
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 ドル/円レートと日米金利格差

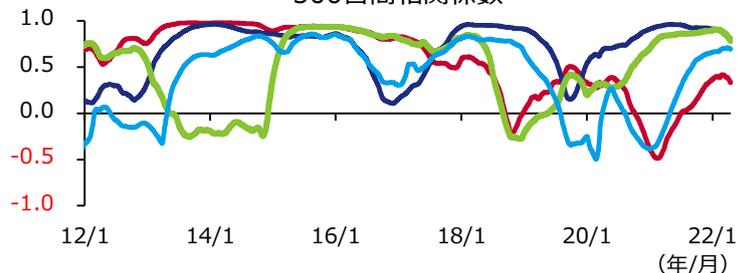


期間：2021年1月4日～2022年4月19日（日次）
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 日経平均株価のドル/円、米中株、業績予想との相関



期間：2021年1月4日～2022年4月19日（日次）
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成



期間：2012年1月4日～2022年4月19日（日次）
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
（注）一株当たり利益予想は日経平均の向こう12カ月間一株当たり利益（EPS）予想（ブルームバーグ集計）

可能性がうかがえます。

海外投資家の日本株へのスタンスは？

円安進行により、ドル建てでみた日経平均株価はその分円建て株価よりも下押しされる形となっています（図表3）。日本株の大きなけん引役とされる海外投資家にとっては、円安進行で日本株の割安感が強まる一方で、円が先行き一段と下落する可能性がある中ではリスクを伴う資産といえます。なお、海外投資家の東証売買動向によれば直近の4月第1週、日本株の現物の買いは約7年ぶりの規模に達しました。これは割安感からの買いだった可能性があります。

ここ数年の海外投資家の日本株投資動向をみると、積極的な売買ポジションの構築がみられない状況となっています（図表4）。昨年から今年にかけて、海外投資家の年間累計の買い越し・売り越し幅は2018年などに比べると小幅にとどまっており、いわゆる「軽め」のポジションになっているといえます。

海外投資家が積極的な売買を控える要因

海外投資家が日本株について比較的軽めのポジションとなっている要因としては、日本株独自の売買材料を欠いている可能性が指摘できます。また、岸田政権の政策を巡る不透明感が積極的な売買を控える要因との指摘もあります。

海外投資家が懸念している具体的な要因としては、①岸田政権が進めようとしている「新しい資本主義」の全体像を巡る不透明感、②自社株買い規制の可能性、③四半期開示を巡る問題、④金融所得課税強化への懸念、が挙げられます（図表5）。①を巡っては、「新しい資本主義」実現会議がこれまで計5回開催されましたが、「成長と分配の好循環を通じて中間層の復活を目指す」ための全体像は明確に示されていない状況です。今年6月策定予定の「骨太の方針」で日本の中長期的な成長期待を強めるシナリオが示されるかが注視されます。

②については、昨年12月の国会答弁で岸田首相は画一的な規制導入を否定したものの、指針策定を示唆し、多様なステークホルダーを重視すべきとしています。その後、当時の市場反応がネガティブだったことも影響したのか、具体的な検討が進んだ様子とはうかがえず、この夏に参院選を控える中で明確な方針が打ち出される可能性は低いと思われる。

③については、金融庁が4月、法律上の四半期報告書を廃止し、証券取引所の規則に基づく決算短信に一本化する方針を示しました。順調に検討が進めば2023年に法改正案提出、2024年に施行の方向とみられています。ただし、最終的には米国動向にらみとなり、検討状況次第で見送られる可能性もあると思われます。四半期開示を一律廃止とする場合、十分に重要情報が提供されるとの確信を株主や投資家に与えることが肝要と思われる。

④については、与党の令和4年税制改正大綱で検討の必要性が明記されました。ただし、議論は明らかに遅れており、岸田政権の性格（幅広く意見を聞きながらの政権運営）を踏まえると、強力に推進するには至らない可能性も高いと考えられます。

全体に方向性がなかなか明確とならない理由としては、夏に参院選を控える中、岸田政権・自民党の慎重姿勢があると考えられます。選挙戦に向けた公約策定に向けて明確化が進めば、海外投資家の日本株への消極姿勢は一部後退する可能性もあると考えられます。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

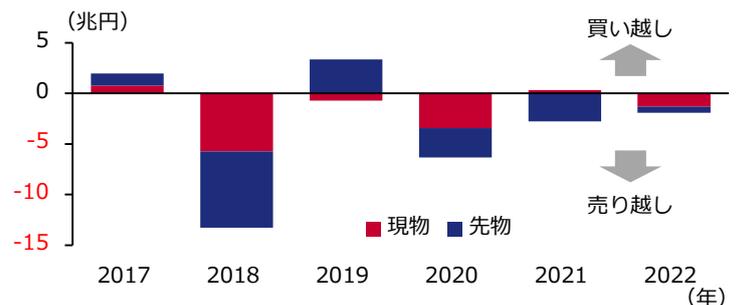
図表3 日経平均株価とドル建て日経平均



期間：2020年1月4日～2022年4月19日（日次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 海外投資家の日本株（東証）売買動向



期間：2017年1月6日までの週～2022年4月8日までの週

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

注：週次データを暦年ごとに集計、2022年については4月8日までの累計

図表5 岸田政権の政策を巡る不透明感

	海外投資家の懸念要因
「新しい資本主義」	「成長と分配の好循環を通じた分厚い中間層の復活を目指す」としているが、全体像を巡り不透明感
自社株買い規制	岸田首相は指針策定を示唆、多様なステークホルダーを重視すべきと発言。画一的な規制には否定的
四半期開示の廃止	金融庁は法律上の四半期報告書を廃止し、証券取引所の規則に基づく「決算短信」に一本化する方針。ただし、企業価値に関わる重要情報については都度開示するよう求めるほか、非財務情報の情報開示も求める方針
金融所得課税強化	令和4年度税制改正大綱では、税負担の公平性を確保する観点から、金融所得に対する課税のあり方について検討する必要と明記

出所：各種報道資料等を基にアセットマネジメントOneが作成

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

【当資料で使用している指数について】

- 「日経平均株価」は、株式会社日本経済新聞社によって独自に開発された手法によって、算出される著作物であり、株式会社日本経済新聞社は、「日経平均株価」自体および「日経平均株価」を算定する手法に対して、著作権その他一切の知的財産権を有しています。
- S&P 500種株価指数は、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLCまたはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングスLLCまたはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。
- 上海総合指数は上海証券取引所が公表する指数です。