

2021年の日本株式は為替離れ・外国人離れするか？

これまで日本株式の動きは為替レートと外国人投資家の動向に左右されると考えられてきました。しかし、近年の株価動向は依然として外国人に依存するものの、為替離れは進んでいるようです。一方、日米株式の相対株価（日本株式/米国株式）とドル円レートの相関関係は健在です。グローバルなアセットアロケーションを行う外国人投資家は依然としてドル円レートを見ながらポートフォリオにおける日本株式のウェイトを機動的に変えている可能性があります。

為替と外国人に左右される日本株式

これまで日本株式の動きは為替レート（特にドル円）と外国人投資家の動向に大きく左右されると考えられてきました。国内の上場企業には売上や利益が為替レートに左右されやすい輸出企業が多く、株式市場ではヘッジファンドなどの外国人投資家の動きが国内の金融機関、事業法人、個人投資家の動きよりも活発なことがその背景でした。

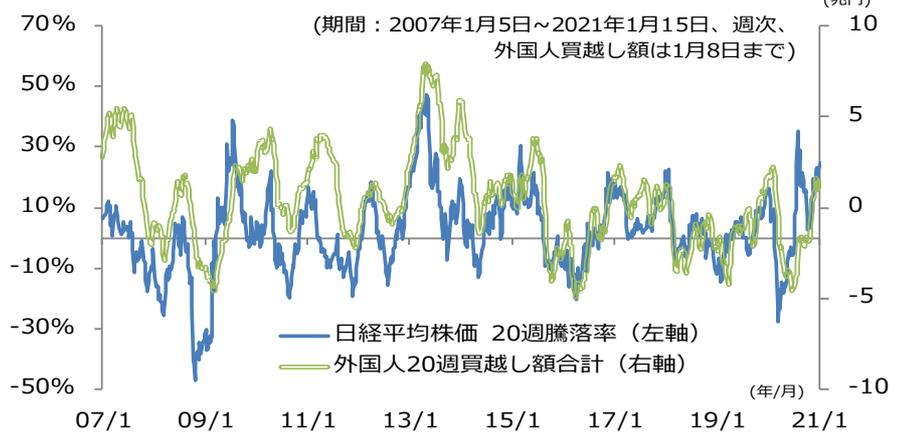
これらの動きに変化？

しかし近年、株価の方向性は依然として外国人に左右されるものの、為替離れは進んでいるようです。2007年以降の20週株価騰落率は外国人投資家の20週買越し額に連動しています（図表1）。一方、2016年までは為替が円安に進めば日本株式が上がり、円高が進めば日本株式は下落しましたが、2017年以降はこの関係が希薄化しています（図表2）。特に2020年3月以降は為替市場で円高が進む一方、日本株式は上昇しています（図表2）。このレポートではこれらの新しい展開の背景を探ります。

進まない外国人投資家離れ

外国人投資家離れが進まない背景には、近年益々国内株式市場における外国人投資家の存在感が高まっていることが挙げられます。外国人投資家の保有・取引割合は2012年秋に始まったアベノミクス以降上昇傾向を示し、取引割合はそれ以降10%ポイント以上上昇しています（図表3）。

図表1 日経平均株価の騰落率と外国人買越し額

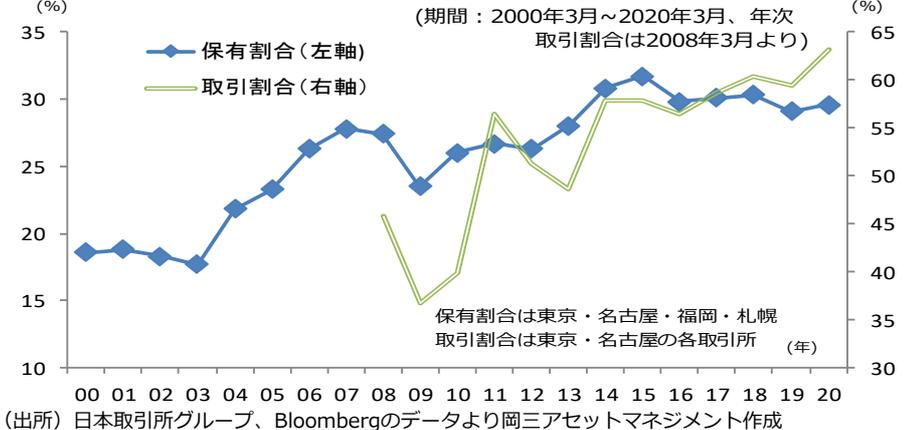


図表2 日経平均株価とドル円レート



(図表1-2の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

図表3 外国人投資家の保有・取引割合



(出所) 日本取引所グループ、Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



進行するドル円離れ

一方、為替離れが進んでいる背景には本邦製造業の海外生産比率の上昇があると考えられます。製造業全体の海外生産比率は2009年度の17.0%から18年度には25.1%まで上昇しました。株式市場でウェイトの高い輸送機器や電気機械の海外生産比率の上昇が寄与しています（図表4）。

直近は内外金利差の縮小によって外国人投資家が受け取る為替ヘッジプレミアムが縮小し、為替ヘッジなしで日本株式に投資する傾向が高まっていることも日本株高と円高が同時進行する要因になっています。

しかし、ドル円と日本株式の関係が完全になくなったとは考えていません。日米株式の相対株価（日本株式/米国株式）とドル円レートの相関関係は依然として健在です（図表5）。ドル円が円安に振れると日本株式のパフォーマンスが米国株式を上回り、円高が進むと日本株式のパフォーマンスが米国株式を下回る状態が続いています。各国の株式市場の相対的な魅力度を分析し、グローバルなアセットアロケーション（資産配分）の一環として日本株式に投資する外国人投資家は依然としてドル円レートを見ながらポートフォリオにおける日本株式のウェイトを機動的に修正している可能性があります。

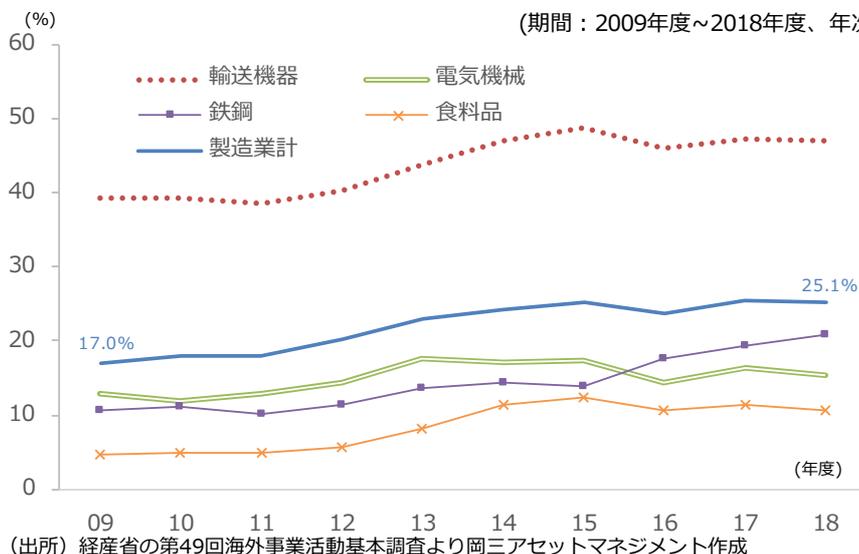
今後も見逃せない外国人投資家と為替レートの動き

近年の日本株式は外国人投資家への依存度を高めています。一方、為替離れが進んだようにも見えますが、依存度が高まった外国人はドル円レートを気にしながらポートフォリオにおける日本株式のウェイトを変えているとも考えられます。これらの観点からは、今後も日本株式の先行きを予想するには、これまで同様に外国人投資家の動きとともに為替レート、特にドル円レートの動きにも注意する必要があると考えています。

以上（シニアストラテジスト）

図表4 業種別海外生産比率の推移

（期間：2009年度～2018年度、年次）



図表5 日米相対株価とドル円レート

（期間：2007年1月5日～2021年1月15日、週次）（1ドル＝円）



<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証する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情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が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。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様に帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.85%(税抜3.5%)

- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内

- お客様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)の実質的な負担
：純資産総額×実質上限年率2.09%(税抜1.90%)

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用：純資産総額×上限年率0.0132%(税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商号：岡三アセットマネジメント株式会社
事業内容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
登録：金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370号
加入協会：一般社団法人 投資信託協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)