

日本株は年初からの円高・ドル安圧力を受けたドル建て優位から（海外勢は為替差益）、日本株自体の上昇加速を受けて対ドル建て比で円建て成績が挽回し始めた。先行き海外勢の日本株戦略では、既存保有分や新規投資分で円安によるドル換算などでの為替差損に備えた為替ヘッジの円売りが注目されよう。僅かでも円安余地が広がると海外短期筋からは円売り・日本株買いの仕掛け再開が想定されるほか、円安による日本企業の収益上乗せ期待が、さらなる海外勢の日本株流入を呼び込む好連鎖を促す。

日本株の年初来成績、ドル建て優位に円建て接近

国際分散投資を行う世界の機関投資家が参考にするMSCI世界株指数（先進国）では、10月31日時点で日本株指数のドルベースが年初以来+17.56%とプラス成績を維持した。円換算ベースでは+14.79%となっており、-2.77%の円建て下振れが続いている。それでも円建ての劣勢は10月13日の-4.71%をボトムとしてマイナス幅が縮小しており、7月11日以来の乖離幅縮小となっている。

年初以降の日本株はドル安・円高圧力に見舞われながら、日銀による株式ETF（上場投信）買い支えや外需企業の円高耐久力増強、世界経済回復のバッファ、小売り株など内需株の打たれ強さなどもあり、株安の度合いは抑制されてきた。結果、海外勢から見ると、円高・ドル安による円資産の為替差益がドルベースで日本株を底上げさせる構図となっている。その中で9月以降の海外勢による日本株買い再開でも、部分的には円高と日本の株高でダブル・キャピタルゲインを狙える場面が見られてきた。

こうした環境が、9月以降の「円安限定でも日本株連騰」という乖離の一因となっている。しかし、11日の日本株市場では株高と同時に小幅な円安（ドル高など）が進行しており、勢いは限定ながらも「円安と日本の株高の好連鎖」という新たな投資テーマへの移行に期待をつなぐものとなった。

米国の投資家向けに米国市場で上場されている日本株ETF（上場投資信託）でも、運用資産規模が大きい代表的ファンドのうち、「円安による日本株の上昇」と「円安に伴う米国勢の為替差損低減」を狙った「ウィズダムツリー日本株・米ドル為替ヘッジ付きファンド」の発行済株式数（口数）に微妙な底入れ反転の兆しが見られつつある。最近では3月の1億7000万を直近最高として減少傾向が続いてきたが、9月21日の1億4880万で下げ止まりに移行。10月31日には1億5680万と8月以来の水準を回復してきた。

円高・株高が併存しにくい日本株市場にあって、過去にドル建て、円建てともに年初来の大幅プラスを保ち、ドル建てのほうが上回っている（円高による為替カサ上げ効果）ケースとしては、リーマン・ショック後のリバウンド反動があった2009年のケースがある。同年の日経平均株価は円ベースで8月から11月にかけて調整下落の局面があったが、12月の年末ベースでは前年末比+1686円の「年末株高」で終了した。その前では2003年や2004年などで観測されたが、2003年の12月末は前年末比+2097円、2004年は+812円で終えるという、ほぼ100%の確率で年末株高のパターンが観測されてきた。

しかも今年の場合、MSCI世界株指数の先進国、ドルベースでは、年初来成績で年後半にかけて日本株が世界株を逆転する現象が見られ始めている。10月31日に日本株指数は年初来+17.56%となる一方、日本株を除いた世界株であるKOKUSAI指数は16.19%となり、日本株が+1.38%のアウトパフォームとなってきた。

MSCI 指数、年初来成績で日本株が世界株を逆転

年初来成績の月末ベースでは、9月末に日本株が対KOKUSAI比で-3.84%の下振れとなっていたが、8月末の-7.34%という格差をボトムに日本株優位へと反転改善してきた。今年1月末以来の日本株の上振れであり、国際分散投資を行う世界の機関投資家には改めて「日本株を持たざるリスク」を喚起させていく。

過去に年後半の10月末時点での年初来「日本株優位」というケースには、2015年、2013年、2005年、2004年、1999年——などの例があった。いずれのケースでも海外勢の年末決算にかけては、MSCI先進国株指数という基準ベンチマークに負けないために、海外の機関投資家などからは先進国平均をアウトパフォームしている日本株指数の組み入れが拡大。海外勢の日本株買い増加により、年末の株高が後押しされた実績を有している。

また、過去実績としてMSCI先進国株指数で現在のように「10カ月前比」で日本株指数がKOKUSAI指数を上回っているケースの場合、年末決算に関係なくとも海外勢による日本株買いが連動拡大してきた。東証の外国人投資家による日本株売買では、9カ月のネット累計売買で最低でも+5兆円から+9兆円といったピークまで買い越しが積み上がるパターンが繰り返されている。

ひるがえって現在は9月時点の9カ月間累計で、-6898億円の売り越しとなっている。10月以降には

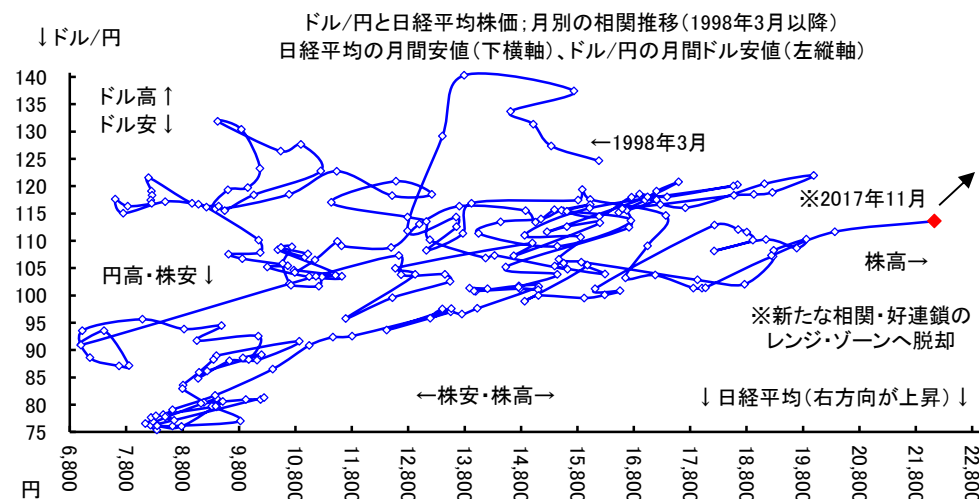
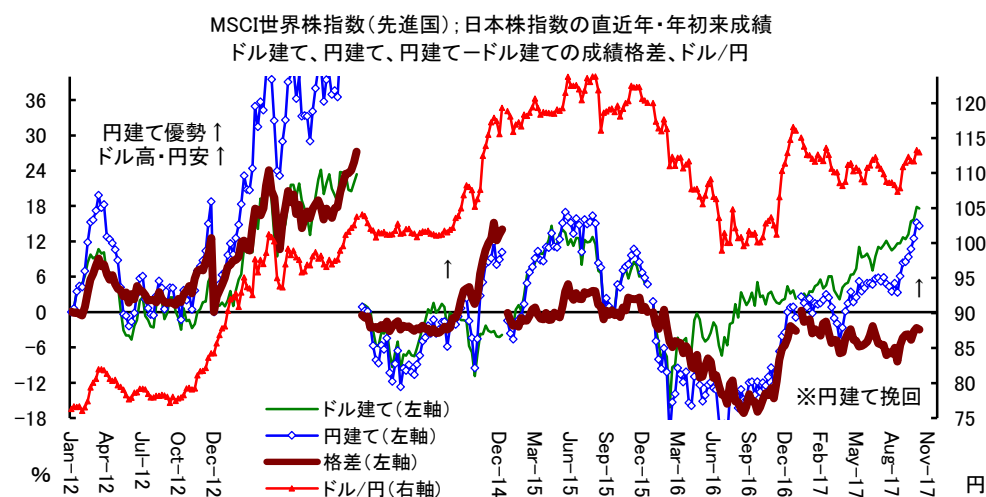
記録的な海外勢の日本株買いが続いているが、過去実績との見合いでは依然として買い越し余力が残存している。週間でも10月第3週(16-20日)の海外勢は+4452億円と4週連続で買い越したが、半年間を示す26週間のネット売買累計では+1.64兆円の買い越しにとどまっている。1993年以降の過去実績では海外勢による日本株買いが拡大する場合、最低でも累計で+4兆円から+6兆円、多いケースでは+8兆円から+10兆円近い買い越しのパターンが観測されてきた。

その中で海外勢による日本株投資については、依然として「一段のドル高・円安」というテーマが残存している。海外勢が期間限定ながらも一段の円安による日本企業の収益改善を見込む一方、円安によるドルベースでの為替差損を先物などでの円売りヘッジでカバーするとなれば、株高と円安の好スパイラルを助長させていく。既存保有の日本株でも、為替ノーヘッジ部分や低ヘッジ部分では、円安リスク

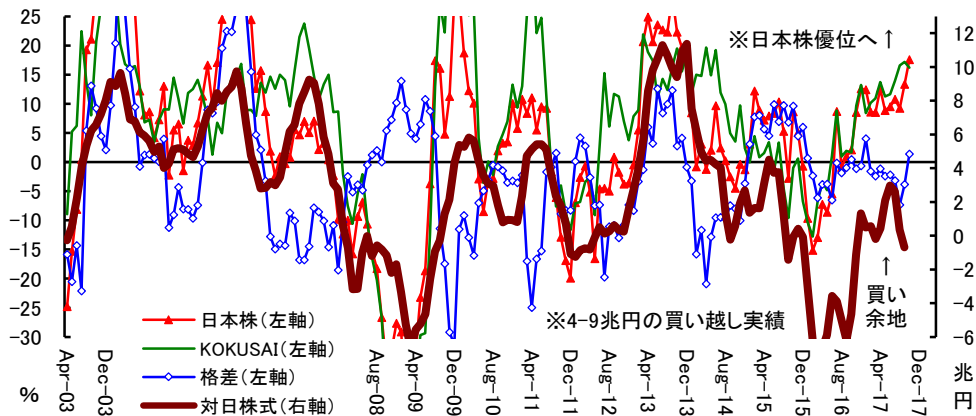
に備えたヘッジの円売りカバーが注目される。

こうした要因もあり、僅かでも円安余地が広がると海外短期筋からは円売り・日本株買いの仕掛け再開が想定される。同時に円安による日本企業の収益上乗せ期待が、さらなる海外勢の日本株流入を呼び込む好連鎖を促す可能性を秘めている。

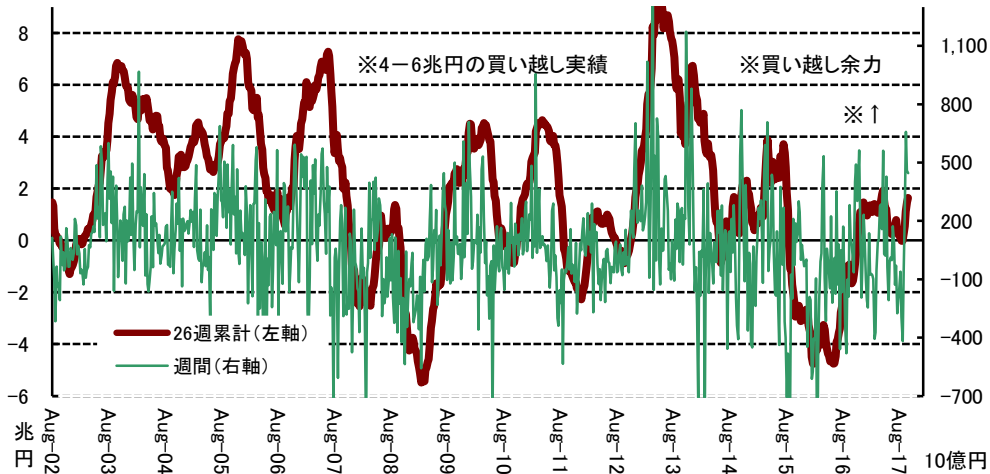
MSCI先進国株市場の日本株指数でも、1990年代以降の「10カ月前比」成績の過去実績として、円ベースが現在のような+10%前後の堅調さを維持しながらも、ドルベース比での出遅れ幅が拡大する局面では、円ベースでの底堅さの背景にある米国など世界経済の改善やリスク選好の流れが、ジワリと為替相場でのドル高・円安を誘発させてきた。円ベースの優位逆転に連れて、海外勢からは日本株買いと先行きの円安・ドル高による為替差損に備えた為替ヘッジの円売りが連動拡大するパターンが観測されている。



MSCI世界株指数(先進国、ドルベース)；日本株とKOKUSAI(日本株を除く世界株)
 10カ月前比の騰落率、日本株-KOKUSAIの騰落率格差
 東証・外国投資家の月間・日本株売買状況：9カ月間のネット売買累計



東証：海外投資家の週間・日本株売買状況、26週間のネット売買累計



お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。