

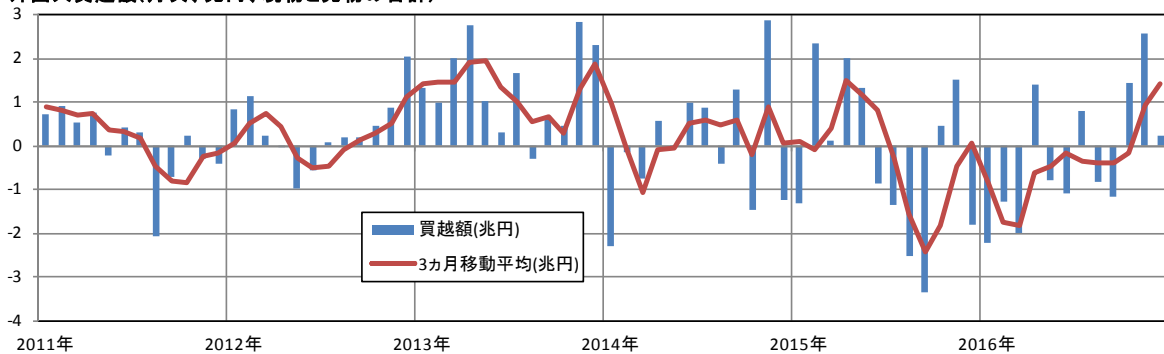
株式需給のここに注目 – 外国人投資家の買い余力は低下

大和住銀投信投資顧問 経済調査部
部長 門司 総一郎

11月4日付当コラム「外国人投資家の買い余力は充分」（以下、前回コラム）の続編です。前回コラムでは「資産配分、グローバル株式の国・地域別配分のいずれの観点からも、外国人の日本株買い余力は大きい」と述べた上で、「業績底入れへの期待感、日本銀行の金融政策への安心感、外国人買いの3つの理由で年末にかけて日本株の上昇が続く」と結論付けました。その後の日本株の動きはほぼ予想通りです。

ただし10月に買い越しに転じて以来、外国人は大幅に日本株を買い越しているため、足元では買い余力が低下している可能性があります。そこで今回は外国人の日本株買い余力をチェックしてみます。

外国人買越額(月次、兆円、現物と先物の合計)



出所: 東京証券取引所、大阪取引所より大和住銀投信投資顧問作成、16年12月は第1週まで

まず外国人の売買動向を見てみます。外国人は10月、11月の2ヵ月で現物で2兆円、先物で2兆円、合計4兆円の日本株を買い越しました。9月時点で7.2兆円まで膨らんだ年初からの売り越し額も11月末には3.2兆円まで縮小しています。

次に現在の外国人の買い余力について前回コラム同様に米系証券会社 BofA メリルリンチの「ファンドマネージャー調査」（以下、FM 調査）を見てみます。FM 調査はメリルリンチが毎月10日前後に実施する世界の機関投資家を対象にしたアンケート調査です。当社のような国内の投資家も回答していますが、回答者の多くは海外の投資家です。

外国人が日本株を買う場合、大雑把に言って2つのケースがあります。1つは債券や現金など他の資産から株式に資金をシフトするケース、もう1つはグローバルな株式ポートフォリオの中で米国やユーロ圏など他の国・地域から日本株に資金をシフトするケースです。前者は資産配分の変更による日

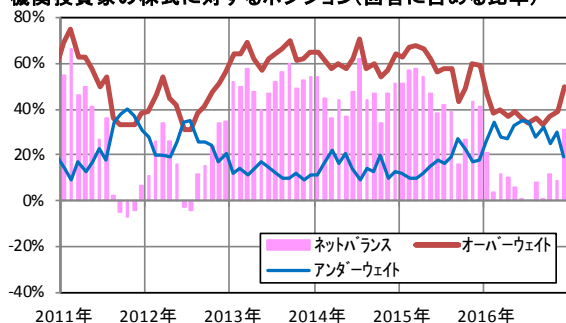
本資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたもので、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づき作成したものです。情報の正確性、完全性を保証するものではありません。本資料に記載された意見、予測等は、資料作成時点におけるレポート作成者の判断に基づくもので、今後予告なしに変更されることがあり、また当社の他の従業員の見解と異なることがあります。投資に関する最終決定は、投資家ご自身の判断で行うようお願い申し上げます。

本株買い、後者はグローバル株式の国・地域別配分の変更による買いといえます。まず前者について見てみます。

FM調査には債券や現金などと比較して現在の株式のポジションがオーバーウェイト(基準値よりも多めに保有している、以下OW)、アンダーウェイト(少なめに保有している、以下UW)、中立(基準値並みに保有している)のいずれに該当するかを問う設問があります。

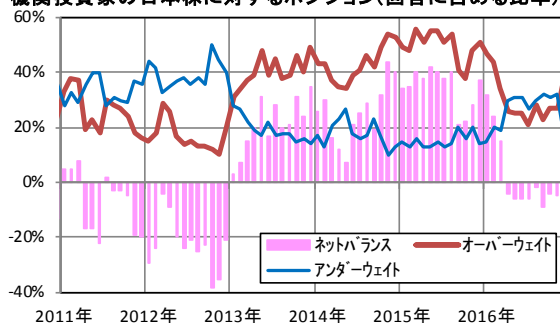
左下のグラフは上記の設問の回答結果をグラフ化したものです。折れ線グラフは株式OW(またはUW)と回答した投資家の比率、棒グラフ(ネットバランス、NB)は両者の差をとったものです。NBが高いほど投資家全体として株式に強気なことを示しています。

機関投資家の株式に対するポジション(回答に占める比率)



出所: BofA Merrill Lynch証券より大和住銀投信投資顧問作成

機関投資家の日本株に対するポジション(回答に占める比率)



出所: BofA Merrill Lynch証券より大和住銀投信投資顧問作成

前回コラムの時点(10月調査)で株式のNBは9月の+1%から+12%に上昇したものの、まだ2011年以降の平均+32%を大きく下回っていました。そのため投資家は全体として株式に慎重であり、組入れを引き上げる余地は大きいと判断しました。

しかし、直近(12月)の調査では株式のNBは+31%、過去平均並みの水準までに上昇しています。まだ買い余力はありますが、前回レポート時に比べて低下したといえます。

次に後者についてですが、FM調査には、グローバル株式ポートフォリオにおける日本・米国・ユーロ圏・英国・新興国それぞれのポジションを問う設問があります。右上のグラフは其中で日本株に関する回答をグラフ化したものです。見方は左上のグラフと同じです。

前回コラムの時点で日本株のNBは-4%。9月の-9%から上昇しましたがまだマイナス、弱気の投資家が多数です。よってこの観点からの買い余力も大きいと判断しました。

しかし直近の調査では日本株のNBは+21%に上昇、他の市場を上回る水準となり、日本に強気な投資家が最も多いことを示しています。このデータを見ると、買い余力はかなり低下しており、むしろ目

先は利益確定売りの方が増えそうに見えます。

このように、前回コラム作成時点では、資産配分では株式 UW の投資家が多く、グローバル株式の国・地域別配分では日本株 UW の投資家が多かったため、買い余力は大きいと判断しました。しかし、現在は資産配分において株式の NB は過去平均並み、グローバル株式の国・地域別配分では日本株の NB は他市場を上回る水準となっているため、買い余力は前回コラム作成時ほどはないといえます。

この短期間での急激な NB の上昇は、株式や日本株を UW していた投資家が持たざるリスクを避けるため、株式や日本株の組み入れ比率を引き上げたことが原因です。例えば日本株を基準値以下にしか保有していない投資家の場合、日本株が上がれば上がるほど基準値に対して運用成績が悪化することになります。このような状況に陥った場合、投資家に押し目を待つ余裕はなく、ただちに日本株を買わざるを得ません。

最近の日本株の上昇の理由は業績の改善や金融政策への安心感、あるいはドナルド・トランプ氏への期待感もあったかもしれませんが、ここまでの急上昇になったのは、株式や日本株 UW の投資家はその修正を余儀なくされたことが大きかったといえます。

前回コラム作成時に比べて外国人の日本株買い余力は低下しましたが、ただちに買わなくなるという訳ではありません。株式でも日本株でも、現在よりも高い水準まで NB が上昇したケースは珍しくありません。今後も景気や企業業績などの改善を理由に日本株の上昇基調は維持されると見えています。ただし、これまでの様な弱気ポジションの調整による急激な上昇局面は終了。また短期的には利益確定売りによる調整があってもおかしくないとの見方です。

以上