

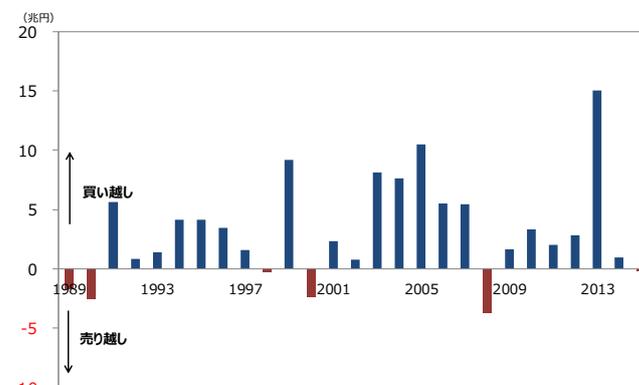
外国人はすでに売りにまわっている アベノミクス相場終焉の予兆

いわゆる「需給分析」というものが好きではない。海外のヘッジファンドの決算に絡む売りが出たとか、GPIFのアロケーション変更による買い余力があといくらだとか、その手の話である。誰が(どこのどういう売買主体が)いついくら買ったとか売ったとかは基本的にわからないものである(もしもその情報が公に伝わるなら介在者=エージェントが守秘義務に反している)。

この手の情報は憶測が多くを占めるが、それにしても「買った」とか「売った」とか過去の投資行動に関するものであることに変わりない。われわれにとって本当に重要なのは、そうした投資主体が「買った」とか「売った」という過去の事実ではなく、「これから買うのか売るのか」という将来の投資行動に関する情報である。そして当然のようにそうした情報は過去の売買記録からはわかるわけがない。但し、ごく稀に例外がある。

先週の木曜日、東京証券取引所が発表した投資部門別売買動向(東京・名古屋 2 市場、1 部、2 部と新興企業向け市場合計)によると、2015 年は海外勢が日本株を 2509 億円売り越した。年間を通じて売り越しとなるのはリーマンショックが起きた 08 年以来 7 年ぶり。その前はいつかと言えば、2000 年の IT バブル崩壊の年だ。その前は 1998 年の日本版金融危機、そしてその前が 1990 年、未曾有の 80 年代バブルがはじけた年である。

海外投資家の年間売買動向 (2市場計)



(出所) QUICKデータよりマネックス証券作成

過去四半世紀で外国人が日本株を売り越した4回の例をみるとバブル崩壊、金融危機などいずれも大きな売り要因があった。外国人は売るべくして売り越したわけだ。では昨年は何が大きな売り要因だったか？無論、8月～9月にかけてのチャイナショックによる相場急落は外国人の大量売りがもたらしたものだ。9月月間の売り越し額は統計開始以来過去最高を記録した。8月からの売り越しは8週連続で累計額は7兆円近くにのぼった。

再三指摘していることだが、中国絡みの経済的事象そのものは「ショック」というほどのものではない。中国製造業 PMI の悪化、上海株式市場の急落、人民元の切り下げ — 別に驚くような話ではない。だから株式市場の過剰なまでの反応が解せなかったし、いままだ解せないままだ。ひとつの仮説は、相場の下地に大きな不透明要因がある時は「目に見えるイベント」に対して過剰反応しやすいということだろう。昨年夏のケースでは、米国の金融政策を巡る不透明感が大きなリスクとして背景にあったし、今年年初のケースではサウジアラビアとイランの国交断絶に象徴される中東情勢の混迷、北朝鮮の核実験など地政学リスクへの警戒感が再度浮上してきたことが挙げられる。

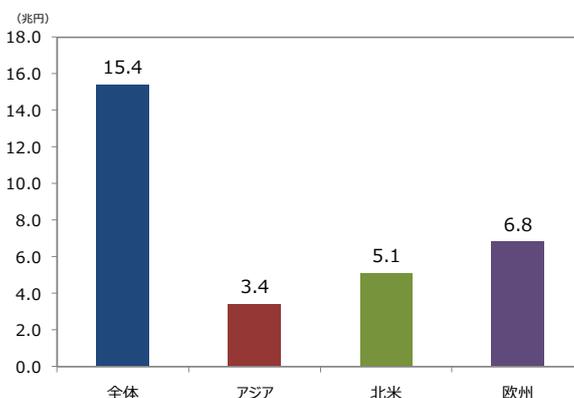
話を外国人の日本株売買に戻すと、昨年の売り越しの理由が「チャイナショック」というのは、リーマンショックの2008年をはじめとする過去4回のケースに比べて、明らかにインパクトに欠ける材料だ。ここまでは、過去四半世紀に限ってリーマンショックの2008年等過去4回のケースを見たが、もう一年遡った1989年も外国人は売り越している。89年と言えば日経平均が3万8915円の史上最高値をつけた年。つまり外国人は悪材料で売るだけでなく、相場の高値でも売り抜けるということである。チャイナショックにばかり目を奪われがちだが昨年は日経平均が15年ぶりに2万円を回復するなど「〇年ぶりの上昇」という記録に沸いた。外国人の利益確定売りも出て当然であったろう。

外国人が年間で売り越したのは昨年が7年ぶりだが、実は買いの勢いは既に2014年から鈍っていた。アベノミクス相場の実質1年目に当たる2013年こそ15兆円という記録的な買い越しだったものの、2014年には買い越し額が大幅にダウンした。というか、欧米勢に至ってはほとんど買い越しておらず、ほぼアジアからの一手買いでなんとか1兆円の買い越しを保った格好だ。外国人が本腰を入れて買ってきたのは2013年だけだったのだ。だからこそ2013年の株式相場は記録的な大相場になったが、14年から相場は既に息切れが目立った。そして2015年になると外国人はトータルで売り越しとなった。

外国人の売買で注目を集めたのがオイルマネーの動向だ。確かに、産油国の取引を扱う比率の高い欧州経由の売りは9月に月間で過去最大を記録した。原油価格の下落が続くなかで、サウジアラビア

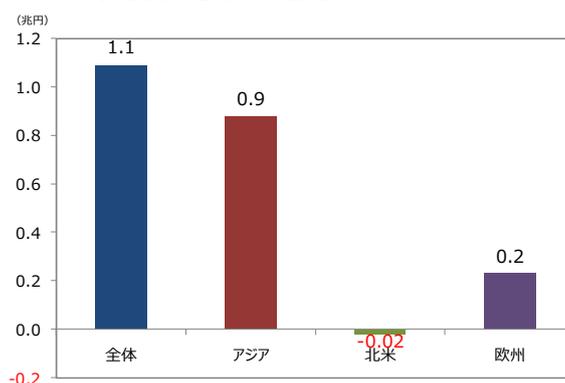
など産油国が資金捻出のために日本株を売却したとみられている。しかし、年間を通じて最も売り越しが大きかったのは北米の投資家である。オイルマネーの解約売りだけでなく、幅広い投資主体からまんべんなく売りが出ていたようだ。

海外投資家地域別売買動向（ネット・2013年）



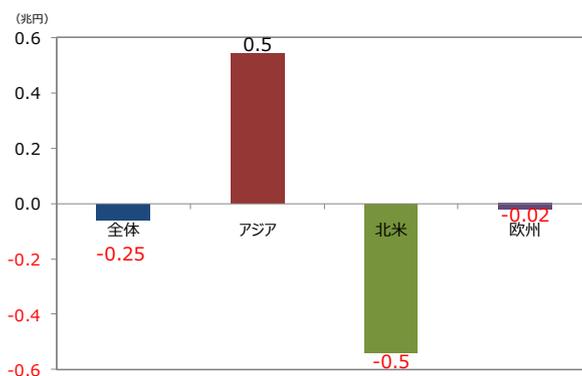
(出所) アイ・エヌ情報センターデータベースよりマネックス証券作成

海外投資家地域別売買動向（ネット・2014年）



(出所) アイ・エヌ情報センターデータベースよりマネックス証券作成

海外投資家地域別売買動向（ネット・2015年）



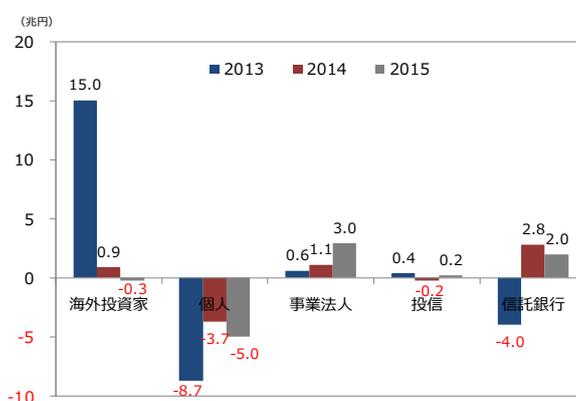
(出所) アイ・エヌ情報センターデータベースよりマネックス証券作成

2015年を通してみれば、外国人の売り越し額は2500億円余り。いくら夏場の急落を主導した売り越しが記録的だったとは言え、前半6月までは2兆6500億円強を買い越し、日経平均の2万円台回復

をけん引したのだ。買った分を打ち返して売っただけ。たかが 2500 億円余りの売り越しは、ほとんど「チャラ」である。2013 年に 15 兆円も買い越したことを考えれば、本格的な売りが出るとすれば、これからはではないか。

[前回のレポート](#)で述べた 2016 年相場見通しのポイントをひとことで言えば、アベノミクス相場の賞味期限切れ。異次元緩和もコーポレートガバナンス革命も「期待」を買う(買わせる)政策だが、その成果達成にはほど遠く、今年には現実を直視せざるを得なくなる。年後半は売りに押されて 5 年ぶりのマイナスリターンになるだろうと予測した。2015 年に外国人が日本株を売り越したのは、アベノミクス相場が賞味期限切れになってきていることの証拠であろうと思われる。

部門別売買動向 (2013~2015年)



(出所) QUICKデータよりマネックス証券作成

年初から波乱の幕開けという展開になっているが、相場はやがて落ち着きを取り戻し、春ごろには昨年来の高値に並ぶまで上昇するだろう。しかし、高値では外国人の売りに頭を抑えられるだろう。過去 2 年、相場を支えた国内投資家＝事業法人と信託銀行(経由の年金)の買いが続くかが焦点である。それがうまくいかなかった場合、完全にこの相場は終わりである。事業法人の買いとはすなわち自社株買いであり、信託銀行経由の年金の買いは GPIF など「鯨」の資産配分変更を反映してのものだ。いずれにせよ、アベノミクスの「官製相場」における買い要因によるものだ。それでも効かずに相場が下がるとなれば、いよいよ「アベノミクス相場」という「官製相場」に幕が引かれることとなるだろう。



ご留意いただきたい事項

マネックス証券(以下当社)は、本レポートの内容につきその正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。記載した情報、予想および判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。当社が有価証券の価格の上昇又は下落について断定的判断を提供することはありません。

本レポートに掲載される内容は、コメント執筆時における筆者の見解・予測であり、当社の意見や予測をあらわすものではありません。また、提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。

当画面でご案内している内容は、当社でお取扱している商品・サービス等に関連する場合がありますが、投資判断の参考となる情報の提供を目的としており、投資勧誘を目的として作成したものではありません。

当社は本レポートの内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。

本レポートの内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。

当社でお取引いただく際は、所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。お取引いただく各商品等には価格の変動・金利の変動・為替の変動等により、投資元本を割り込み、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込み、損失が生じるおそれがあります。信用取引、先物・オプション取引、外国為替証拠金取引をご利用いただく場合は、所定の保証金・証拠金をあらかじめいただく場合がございます。これらの取引には差し入れた保証金・証拠金(当初元本)を上回る損失が生じるおそれがあります。

なお、各商品毎の手数料等およびリスクなどの重要事項については、「[リスク・手数料などの重要事項に関する説明](#)」をよくお読みいただき、銘柄の選択、投資の最終決定は、ご自身のご判断で行ってください。

利益相反に関する開示事項

マネックス証券株式会社は、契約に基づき、オリジナルレポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先証券会社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はマネックス証券が独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。レポート執筆者、並びにマネックス証券と本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第165号
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会