



コラム

「柏原延行」の Market View

#61 110円近辺でも、株価が底堅い理由は？

皆さま こんにちは。

アセットマネジメントOneで調査グループ長を務めます柏原延行です。

6月上旬には、米ドル/円は110円割れの局面もあり、5月前半にあった114円程度の水準と比較すると、米ドル安・円高（以下、円高）が進展しています。この理由としては、いわゆるリスク・イベントが集中することによって、円高となったと説明されることも多いように思います（英国総選挙、欧州中央銀行理事会、コミー前米連邦捜査局長官の証議会言など）。

そして、為替と我が国株式との関係をみた場合、私は、「米ドル/円の110円程度の為替水準」を考えると、我が国の株価は、比較的堅調に推移しているように感じています。

この感覚は正しいのでしょうか？

まず、前提としての円高の進展に関して、簡単にご説明します。上記の3つのイベントに加え、（少し前には）カタールに対するサウジアラビアなどの国交断絶報道もあり、円高の進展は不透明性の増加をひとつの要因としていることは確かであると思われる。

加えて、6月13～14日に開催される米連邦公開市場委員会（FOMC）にて、0.25%の利上げが行われる蓋然性は高いものの、その先の利上げのペースについては、不透明感が満載です。FF金利先物から算出される利上げ確率では、12月会合までに、合計0.5%利上げされる確率（6月に加え、追加で0.25%の利上げを後1回）は、4割弱に留まっています（図表1）。

図表1：FF金利先物が示す米国の利上げ確率

2017年6月7日時点

会合	現状維持	現状+0.25%	現状+0.5%
2017年6月14日	7.3%	92.7%	0.0%
2017年7月26日	7.2%	91.3%	1.6%
2017年9月20日	5.1%	67.6%	26.8%
2017年11月1日	5.1%	67.1%	27.1%
2017年12月13日	3.8%	51.6%	37.1%

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。

本資料中の図表などは、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。
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。

米国の今後の利上げに関する不透明感が、（短期から長期までの）金利全般の低位安定を通じて、日米金利差の拡大への期待を押し下げている、昨今の円高の原因のひとつになっていると思われます。

それでは、本題の円高の進展にもかかわらず、堅調推移との印象を持つ日本株についてです。

我が国の株式を語る時には、「為替動向しだい」、「外国人は日本株には興味を持っていない」とひとりで片付ける人もいるように思います。

この主張には、どの程度の頑強性があるかを考えてみましょう。

まず、「為替動向しだい」との考え方についてです。円高が（日本の）株安の原因になる理由は、皆さんがご承知の通り、製造業を中心とした企業収益が円高の進展により悪化することにあるため、具体的に我が国の企業の経常利益の推移をチェックしたいと考えます（図表2）。

この図表から、まず分かることは、リーマンショックの影響が薄れた2010年度からは、我が国企業全体（全産業ベース）では安定して増益を続けていることです。加えて、2015年度（2015年3月末120.13円から2016年3月末112.57円と約8円の円高が進展）においても、製造業の減益幅は1.5%に留まり、全産業ベースでは5.6%の増益を確保できたことも分かります。

そして、私が最も重要であると考えていることは、10年前の2007年度と2016年度の経常利益を比較すると、製造業の利益が停滞している一方、非製造業の利益が大きく伸びていることです。

図表2：法人企業統計 経常利益の推移

2007年度～2016年度：年次

（単位：億円）

	全産業		製造業		非製造業	
	経常利益	前年度比	経常利益	前年度比	経常利益	前年度比
2007年度 (2007/4 - 2008/3)	534,893	-1.6%	238,903	0.4%	295,990	-3.2%
2008年度 (2008/4 - 2009/3)	354,623	-33.7%	101,844	-57.4%	252,779	-14.6%
2009年度 (2009/4 - 2010/3)	321,188	-9.4%	91,102	-10.5%	230,086	-9.0%
2010年度 (2010/4 - 2011/3)	437,275	36.1%	158,083	73.5%	279,192	21.3%
2011年度 (2011/4 - 2012/3)	452,748	3.5%	148,508	-6.1%	304,239	9.0%
2012年度 (2012/4 - 2013/3)	484,611	7.0%	156,960	5.7%	327,651	7.7%
2013年度 (2013/4 - 2014/3)	596,381	23.1%	216,728	38.1%	379,654	15.9%
2014年度 (2014/4 - 2015/3)	645,861	8.3%	236,987	9.3%	408,874	7.7%
2015年度 (2015/4 - 2016/3)	682,201	5.6%	233,370	-1.5%	448,831	9.8%
2016年度 (2016/4 - 2017/3)	761,172	11.6%	251,372	7.7%	509,799	13.6%

出所：財務省法人企業統計調査のデータを基にアセットマネジメントOneが作成。
全産業は金融業、保険業を除く。
2016年度は2016年4-6月期～2017年1-3月期の四半期データを合計した値。

本資料中の図表などは、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。

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。

これらの事実から、結論としては、為替動向しだいとの認識に対しては、「（日本株が製造業を中心に円高の悪影響を受けることは事実であるが、）企業全体の収益動向は底堅さがあること」、「非製造業の収益が全体に占める比率が増加しているため、円高の悪影響はかつてと比べて小さくなっている」との意見の提示が可能であると思われます。

次に、「外国人は日本株には興味を持っていない」との考え方についてです。

日本に居住し、円で生活している我々が外国通貨建ての金融商品に投資する場合、円高は基本的には損失の発生要因となります（もちろん、為替がカバーされた商品なども存在します）。逆に、外国人投資家が米ドルから円建ての日本株に投資した場合には、（通常）円高が利益の発生要因となります。

外国人にとっての日本株投資では、「投資リターンを向上させる円高が発生すれば日本株が下落し」、「円安が発生すると日本株投資では利益が発生するものの、為替で損失が発生する」との悩ましい状況が、（本心に株価が為替動向しだいであれば）発生する可能性があります。

すなわち、「為替動向しだい」との認識は、「②外国人は日本株には興味を持っていない」との考え方のひとつの根拠になると思われます。

先ほどご説明したとおり、「為替動向しだい」との認識は、少し改める必要がありそうです。そして、図表3の通り、日本株、ドルベースの日本株、米国株（当然ドルベースです）の過去1年のパフォーマンスをみると、実は、日本株に加えて、ドルベースの日本株も米国株を上回っています。

グローバルな株式市場に投資している機関投資家は、「各国の株式市場の時価総額に応じてその投資割合を決めた指数を基準（ベンチマーク）」として、自身のパフォーマンスが良好か、否かを計測しているケースがあります。この場合、仮に「外国人は日本株には興味を持っていない」ため、日本株を保有していないとベンチマークに大きく劣後し、過去1年間ではパフォーマンスが悪いファンドとの認定を受ける可能性があります。

このため、図表3のような日本株の好調が、外国人に日本株に目を向けさせる結果になっているかもしれない、このところの日本株式（現物）の9週連続買い越しに繋がっている可能性があります。

図表3：騰落率比較（過去1年）

2017年6月7日時点

日本株 (TOPIX)	ドルベース日本株 (TOPIX)	米国株 (S&P500種指数)
19.1%	17.0%	15.2%

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。
データは2016年6月7日（前年同日）との比較、終値を使用。

（2017年6月9日 15:00執筆）

【当資料で使用している指数について】

東証株価指数（TOPIX）および東証REIT指数は、株式会社東京証券取引所（株東京証券取引所）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など同指数に関するすべての権利・ノウハウは、(株)東京証券取引所が有しています。Standard & Poor's®並びにS&P®は、スタンダード・プアーズ・ファイナンシャル・サービシーズLLC(以下「S&P」)の登録商標です。

本資料中の図表などは、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。

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。

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4.104%（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2.6824%（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場合があります。

【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。