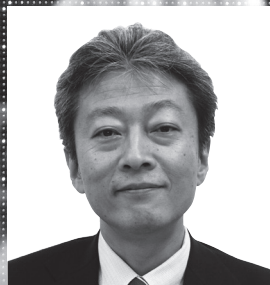


# 経営者目線 で読む 景気動向



武藤泰明（むとう やすあき）  
1955年生まれ。1980年東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所、主席研究員を経て、2006年早稲田大学スポーツ科学学術院教授嘱任。専門はマネジメント。

## 武藤泰明

英国の国民投票でユーロ離脱が残留を上回った。議会制民主主義の国において、国民投票にはどのような意味や意義があるのかというのが、私にはよくわからない。そもそも民主主義の面白いところは、中をとらない。つまり、1票でも離脱が残留を上回れば、国民の総意としては離脱にな

を享受しつつ、移民受け入れを抑制する施策が考えられてよいように思われる。そんなわがままが通用するのかという意見もあるだろうが、そもそも英国は、EUに加盟しているのにユーロという共通通貨を使わず、ポンドのままである。実にはわがままな国なので、もっとわがままな意思表示を

連載  
第17回

## ドルで考える

る。僅差なら判断を議会に委ねるということがあつてもよいように思えるのだが、とりあえずは離脱を前提としてものが動き始める可能性が高い。

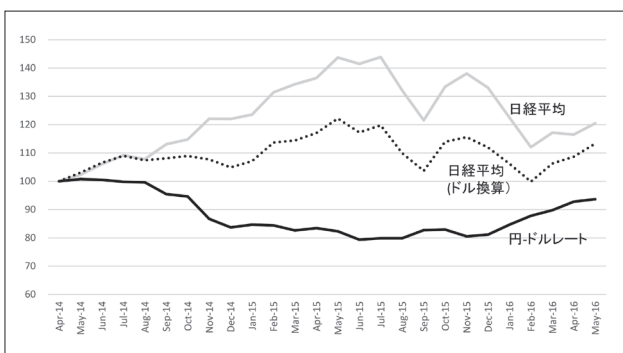
中をとることはできないだろうか。離脱派は、移民受け入れに反対である。残留派は、経済成長を重視する。そうであれば、EUの経済メリット

することがあつてもおかしくない。

あるいは、つぎの選挙で、離脱反対派が議会の多数を占めると何が起きるのだろうか。国民投票と同様、選挙も国民の意志である。つまり、当面は離脱前提なのだが、最終的にどうなるのかは、まだよくわからない状態なのである。しばらくは、EUも、英国に進出している日本企業も、こ

を100とした指数である。日銀の量的緩和がはじまって以来、円安と株高がすすんだ。株価と為替レートが「逆進」する、つまり、円安になれば株高、円高なら株安であるというのが、概ねの傾向であることが、このグラフからも確認できる。

図 異次元緩和以降の株価と為替の推移



なぜそうなるのかについては、この連載でも一度解説しているが、かいつまんで言えば、  
・量的緩和でカネ余りが生じ、資金が株式市場に流れる。つまり株高が予想される。  
・外国人投資家は日本株を買う際、円が安いほうが有利なので、円安に誘導しようとする。つまり円安が予想される。  
・結果として、株高と円安が実現される。  
ということである。逆に日本株を売ろうという時

には円高が予想されることになる。そして実現される。

ここで気をつけておかなければならないのは、外国人投資家はドルで考えている、データを见ているという点である。そこでグラフには、日本の株価をドルで表示した場合の推移を示した。これを見てわかることがいくつかある。

第一は、ドル表示の株価の変動は、私たちがふだん見慣れている株価より、変動が小さいという点である。これは、株高が円安で相殺されることによる。つまり、日本の株式市場は外国人投資家にとっては、乱高下しない安定した市場なのである。外国人投資家が日本市場をそのように作っていると言つてもよいのかもしれない。

第二は、とはいえ、ドル表示の株価も基準値の100より上で推移しているという点である。つまり、外国人投資家は、円安になつても、円の下げ幅より株価の上げ幅のほうが大きいので、ドル表示の株価では一応「トクをしている」ということである。市場原理とは関係ないところで、量的緩和という政策介入があつたのが一番の理由である。

### ○外国人投資家が日本の株価を決める

では外国人投資家は、日本の株式市場において、どの程度のプレゼンスがあるのか。まず日本の全上場株式のどれだけを保有しているのかについて。日本株の時価総額は2015年度に500兆円強であった。このうち外国人保有は150兆円強なので、全体の3割程度を保有しているということになる。また東証一部に上場されている株

のような「決まらない状態」に振り回されることになるのだろうか。

通貨と株は、乱高下している。基調としては、株式市場から資金が逃げて、安全資産である米国や日本の国債に向かう。昔からずっと、このような非常時の逃げ場は、米国債、つまりドルである。遠からず市場も落ち着くはずだが、着地先の為替レートと株価は、先週とは異なる水準になっている可能性が高い。予測を生業（なりわい）とする私のような人間にとっては、しばらく仕事にならない状態が続く。金融資本市場は製品の市場とは違って実需でものが決まらないので「神の見えざる手」とは無縁の世界だからである。確実なのは、いずれ落ち着くという点である。繰り返すが、どこに落ち着くかは、誰にもわからない。ただし、落ち着いたあとは、「平時」のメカニズムが回復する。そのメカニズムを解説してみることにはしたい。

### ○ドルで日本の株価を評価する

日本は円高と株安が進行している。一時の好況感とインフレ期待は、なくなつてしまつたと言つてよいのだろう。企業業績も、円高で海外現地法人の業績が目減りするので芳しくない。八方塞がりのような状況なのだが、では海外から日本を見るとどのような光景になつているのか。海外から見ると、日本は、日本の経済の現況をドルで評価するというのである。

図に3本のグラフを示した。一番上が株価、一番下が為替レートの推移である。2014年4月

式の2016年5月の売買高は76兆円で、外国人株主は約50兆円。つまり、売買の65%は外国人株主によるものである。つまり、株価変動に対して外国人株主が与える影響は、かなり大きいということができらう。

### ○外国人投資家はセオリー通り

つぎに、その5月であるが、図をあらためて見ると株価は少し面白い動きをしている。円高が進行しているのに、株価が上昇しているのである。ここまで説明してきたように、円高の進行は外国人投資家の「売り」のサインであり、株価は下がりやすくなる。しかし下がっていない。

売買額の統計をみると、表のとおり外国人投資家は、5月にはセオリーどおり売り越している。ついでに言えば、証券会社の自己取引（仲介ではなく自社の資金で行う売買）、投資信託も売り越している。つまり、金融投資のプロは売り越していて、買っているのは企業だということがわかる。6月に入ってから日本株の下落に向けた助走は、英国の国民投票とは無関係に、日経平均上昇の裏ではじまっていたということなのである。

表 投資部門別売買状況  
(東証1部、2016年5月)  
(億円)

|       |        |
|-------|--------|
| 自己取引  | -1,454 |
| 個人    | -15    |
| 海外投資家 | -3,183 |
| 投資信託  | -404   |
| 事業法人  | 3,005  |

注：数値がプラスなのは買い越し、マイナスは売り越しである。