



日本株月次レポート | 2025年4月

# ホームカントリーバイアスの復権



中塚 浩二  
株式, 日本CIO

12月期の日本企業の業績は総じて予想を上回る堅調な推移を示し、25年度の企業業績も増益トレンドが予想されています。ところが株式市場は年初から軟調に推移しています。株価は「EPS×PER」つまり「一株当たり利益」×「株価指標・バリュエーション」で説明されます。株価下落の要因は利益見通しの懸念ではなく、バリュエーション調整（将来の懸念）と認識しています。（図表1）

図表1：一株当たり利益（EPS）とバリュエーション（TOPIX PER）の推移



出所：FactSet、ゴールドマン・サックス・グローバル調査部

このバリュエーション調整は、米国トランプ大統領による関税政策と日本の長期金利の上昇がその要因として指摘されています。これらに関しては様々なメディアですでに分析・報道されていますので、ここでは資金フローの影響についてみていきたいと思います。

図表2が示すように、外国人投資家はアベノミクス相場が衣服した2015年以降、持ち高を減らしていきました。2023年は大幅な買い越しとなり日本株式市場を押し上げたものの、昨年8月以降は10兆円超の大幅な売り越しとなり、日本株式市場停滞の要因となっています。

図表2：海外投資家の累計買い越し額



出所：日本取引所グループ、ゴールドマン・サックス・グローバル調査部

外国人投資家の売却に対して買い手となっていたのは2020年までは主に日本銀行、その後は事業法人（主に上場企業の自社株買いの増加）でした。これらの主体が売り圧力を一部相殺しましたが、昨年8月の日本株式市場の乱高下以降は、外国人の売り圧力が加速し株式市場は軟調に推移してきました。

国内のもうひとつの主要な投資主体は個人投資家です。しかし個人投資家も2010年以降累積で大幅な売り越しとなっています（図表3）。AIへの期待や新NISAなどをきっかけに過去数年下げ止まりましたが、新NISAの投資資金の多くは外国株式の投信へ流れました。

図表3：2010年以降の個人の累積買い越し額



出所：証券業協会、日本銀行、東京証券取引所より野村證券作成

一般には投資家はホームカントリーバイアスを持つといわれます。自国企業が発行する有価証券を優先する傾向で、為替リスクがないこと、情報収集が容易なこと、自国企業への投資が循環して自国民に還元されること、などのメリットが挙げられます。

諸外国の金融・財政状況は現在大きく異なるため外国株式への分散投資は理にかなっているといえます。しかし、日本の家計に占める日本株保有比率の低さは他国と比べ顕著（注1）で、自国株式を避けるrisk-averseバイアスがかかっているようにさえ見えます。為替リスクなしにインフレによる名目ベースでの成長（企業業績の伸長）をとりこみ、ガバナンス改革による株主還元と資本効率の改善が期待できる魅力を、機関投資家や上場企業はより強く発信していくことが必要に感じます。

インフレ下では“お金を働いてもらう”という表現がよくつかわれます。日本の家計は現金が半分を占めますが、インフレ下では

通貨価値が減価してしまうので、リスク資産を保有することによってインフレに負けない利回りやキャピタルゲインを得るという考え方です。

これに加えて効果的なエンゲージメント活動を行うアクティブ運用ファンドへ投資すれば、そのお金は運用会社が行う建設的対話によって、経済的リターンのみならず、資本効率の改善と生産性の改善や雇用の創出をもたらす地域社会へ貢献する働きが期待されると考えます。資産運用会社はその社会的意義を幅広く伝えていく必要があると感じます。

ホームカントリーバイアスが再度見直される時機にあると考えます。

注1：日本銀行調査統計局作成「資金循環の日米欧比較」より [資金循環の日米欧比較](#)

\*当資料及びコメントはあくまでも参考として情報を提供しており、第三者等への配布物用では無い旨ご注意ください。

#### 【ご留意事項】

- 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズまたはグループ会社（以下、当社）が作成したものです。
- 特定の金融商品等の推奨や勧誘を行うものではありません。
- 内容には正確を期していますが、当社がその正確性・完全性を保証するものではありません。
- 本資料に記載されている個別の有価証券、銘柄、企業名等については、あくまでも参考として申し述べたものであり、特定の金融商品等の売買を推奨するものではありません。
- 過去の運用実績やシミュレーション結果は、将来の運用成果等を保証するものではありません。
- 本資料には将来の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における当社の見解または信頼できると判断した情報に基づくものであり、将来の動向や運用成果等を保証するものではありません。
- 本資料に記載されている内容・見解は、特に記載のない場合は本資料作成時点のものであり、既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。
- 投資にはリスクが伴います。投資対象資産の価格変動等により投資元本を割り込む場合があります。
- 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料をよくお読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください。
- 本資料の一部または全部について、当社の事前の承諾なく、使用、複製、転用、配布及び第三者に開示する等の行為はご遠慮ください。
- 当社が提案する戦略および運用スキームは、グループ会社全体の運用機能を統合したものであるため、お客様の意向その他のお客様の情報をグループ会社と共有する場合があります。
- 本資料に記載されている運用戦略の一部は、実際にお客様にご提供するにあたり相当程度の時間を要する場合があります。

#### 対価とリスクについて

##### 1. 対価の概要について

当社の提供する投資顧問契約および投資一任契約に係るサービスに対する報酬は、最終的にお客様との個別協議に基づき決定いたします。これらの報酬につきましては、契約締結前交付書面等でご確認ください。投資一任契約に係る報酬以外に有価証券等の売買委託手数料、信託事務の諸費用、投資対象資産が外国で保管される場合はその費用、その他の投資一任契約に伴う投資の実行・ポートフォリオの維持のため発生する費用はお客様の負担となりますが、これらはお客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)を通じてご負担頂くことになり、当社にお支払い頂くものではありません。これらの報酬その他の対価の合計額については、お客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)が決定するものであるため、また、契約資産額・保有期間・運用状況等により異なりますので、表示することはできません。

##### 2. リスクの概要について

投資顧問契約に基づき助言する資産又は投資一任契約に基づき投資を行う資産の種類は、お客様と協議の上決定させていただきますが、対象とする金融商品及び金融派生商品(デリバティブ取引等)は、金利、通貨の価格、発行体の業績・財務状況等の変動、経済・政治情勢の影響を受けます。従って、投資顧問契約又は投資一任契約の対象とさせて頂くお客様の資産において、元本欠損を生じるおそれがあります。ご契約の際は、事前に必ず契約締結前交付書面等をご覧ください。

アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第424号  
一般社団法人日本投資顧問業協会に加入  
一般社団法人投資信託協会に加入  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会に加入