

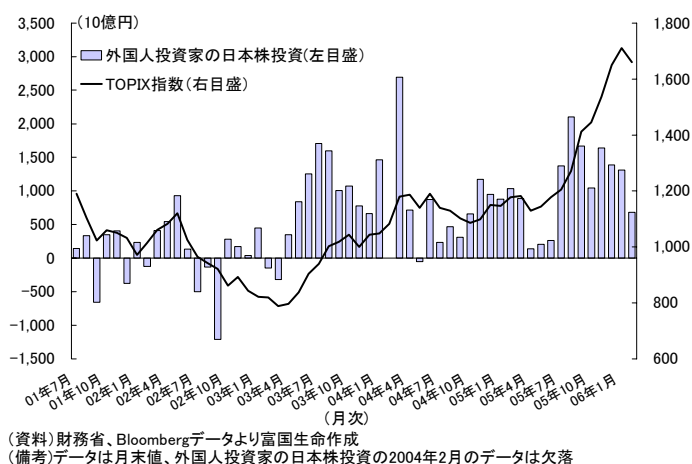
日本の株価形成とグローバルセクター

【ポイント】

1. これまで日本企業の株価は全般的な「日本買い・売り」要因で形成される性質が強く、グローバルセクターの動向がより重要になってきた他の先進国市場とは異なっていた。
2. しかし、外国人投資家の日本株アンダーウェイトが解消されていくなかで、今後はグローバルセクターの動向を踏まえた日本株への投資判断も重要になっていくと思われる。

2005 年夏ごろから日本経済への楽観論が強まり、そして郵政民営化を掲げた小泉首相による 9 月 11 日の衆議院総選挙勝利などを背景に、外国人投資家の日本株投資が大幅な買い越しとなった。それに歩調を合わせるかのごとく日本株が急騰したのは広く認識されている通りである。一方、12 月には一時的に外国人投資家の日本株買い越し額が減少し、代わって個人投資家の買い越しが相場を押し上げており、個人資金の貯蓄から投資へという流れも無視はできない。しかし、総じて見れば外国人投資家の買い越し額が高水準を維持するなかで日本株の強気相場が継続してきたといえる。2005 年以前を振り返っても、日本の株価は概ね外国人投資家が買い越していれば堅調に推移し、売り越しならば軟調という展開を繰り返してきた（図表 1）。

図表 1. 外国人買いとTOPIX



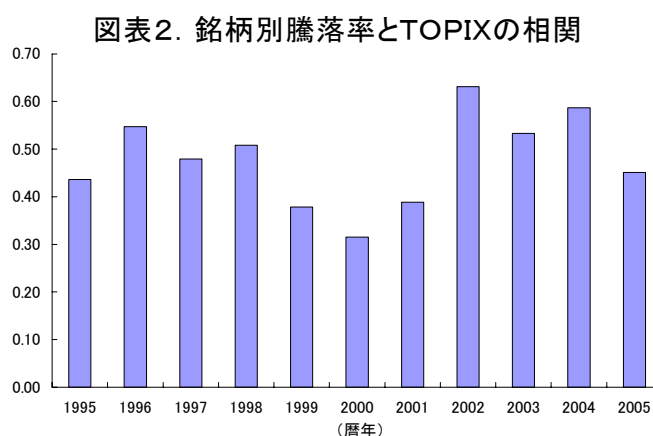
しかしながら、このように海外資金の株式市場への流出入に伴って株価が大きく動くという現象はエマージング市場的と言わざるを得ない。すなわちビジネスのグローバル化進展に伴って先進国市場では一般に、日本のように一国の株式市場全体が買われたり、売られたりするという傾向は相対的に小さくなってきている。

ある研究によれば¹、先進国市場全体では個別企業の株価とその企業が本拠を置く国の株価指数との相関係数（二つの変数がどの程度連動して動くかを表す。0 であれば両者の動きに全く関係がなく、1 であれば全く同じ方向に動くことを表す）は、1992 年 12 月の 0.39

¹ Stefano Cavaglia, Jeffrey Diermeier, Vadim Moroz, and Sonia De Zordo "Investing in Global Equities" The Journal of Portfolio Management, Spring 2004

から 2002 年 11 月には 0.22 まで低下している。一方、同じ期間における個別銘柄の株価とその企業が属するグローバルセクター（例えば銀行セクターなら、日本の銀行だけでなく、米国、英国などの銀行も含まれる）の株価指数の相関係数は 0.29 から 0.37 まで上昇している。すなわち、他の先進国の株式市場では一般に、個別企業の株価はその企業が本拠を置く国の株式市場全体の動向よりも、その企業が属するグローバルセクターの動向の影響を強く受けるようになっている（もちろん、この他にその企業の収益動向など個別要因が株価を動かすことは言うまでもない）。この研究の著者は、「株式ポートフォリオにおける国内・海外という分離を再考する必要があるだろう」「国内・海外という分離の非効率性が最も明らかなのは、その投資家が本拠とする国のインデックスにおけるセクターの偏りが原因で、あるグローバルセクターを意図せずにオーバー（アンダー）ウェイトしてしまうことだ」と述べている。

そこで、この研究と類似の方法で日本の個別企業の株価がどの程度、日本株式市場全体と連動しているのかを計測した²。対象としたのは TOPIX100 採用銘柄のうち、95 年 1 月から株価の連続性が保たれている 79 銘柄である。結果をみると（図表 2）、日本では銘柄別騰落率と日本市場全体（TOPIX）の騰落率との相関は高いまま（2005 年において 0.45）である。従って、日本では依然として個別企業の株価が全般的な「日本買い・売り」要因で形成される性質が強いといえる。これは、金融システム危機などバブル後の構造調整に伴うマクロ要因がグローバルセクターというミクロ要因を凌駕したためであろうが、2005 年に TOPIX が 43.5% の大幅上昇を記録するなかでも、前年よりは相関係数が下がっていることは変化の兆しかもしれない。



図表 3. 銘柄別騰落率と
グローバルセクターの相関

	95-00年	01-05年
全体	0.22	0.22
裁量消費	0.05	0.16
消費安定	0.46	0.31
エネルギー	0.23	0.24
金融	0.23	0.21
ヘルスケア	0.33	0.40
産業	0.07	0.08
素材	0.17	0.26
テクノロジー	0.31	0.30
電気通信	0.08	0.20
公益	0.64	0.38

(資料) Bloomberg データより富国生命作成
(備考) セクターは MSCI による分類

次に、日本の個別企業の騰落率とその企業が属するグローバルセクターの騰落率との相関を計測すると（図表 3）、全体としては期間を 1995 年から 2000 年としても、2001 年から 2005 年としても 0.22 であり、低めの水準を横這っている。ただしセクター別にみると、日本でもヘルスケア、公益、消費安定、テクノロジーなどのセクターに属する企業はグローバルセクターとの相関係数が比較的高く、グローバルセクターに対する見通しを個別企業への投資判断に生

² ここでは為替変動による影響を除くため、個別企業の株価と TOPIX につき、それぞれ MSCI World（ドル建）の上昇率との差を取った上で相関係数を算出した。図表 3 では個別企業の株価と TOPIX の上昇率の差、及び MSCI World の各セクター指数と MSCI World 指数の上昇率の差から相関係数を算出した。データは月次である。

かすことが有益と考えられる。なお、「産業」セクターに分類される日本企業についてはグローバルの「産業」セクターとの相関係数が極端に低い、これは日本では同セクターの企業構成がやや特殊（資本財メーカーなどに加えて商社が含まれる）なことが原因かもしれない。

それでは、今後も日本の株式市場は外国人投資家による「日本買い・売り」に左右される展開が続くのだろうか。図表4はある米系投資顧問会社にとっての外国株（米国以外の株式のこと）ポートフォリオにおける、日本株への投資配分の推移である。この投資顧問会社は2004年まで日本株式をベンチマーク比で大きくアンダーウェイトにしていたが、2005年にかなり積極的な積み増しを行い、アンダーウェイトの程度は小さくなった（日本株の上昇に伴ってベンチマーク内の日本株ウェイトそのものが上昇したことに留意する必要がある）。この投資顧問会社の哲学はグローバルセクターの中で企業を比較し、国にこだわらず魅力的なものを選択することであり、その意味では世界的に見て魅力的な日本の個別企業が増えてきたともいえる（もっとも、ゼロ金利解除が利鞘拡大につながる銀行など、日本経済全体の視点から切り離せない投資アイデアもあるのだが）。この投資顧問会社以外でも、ポートフォリオにおける日本株へのアンダーウェイトを縮小または解消している外国人投資家は多いとみられる。従って今度こそ日本が、構造改革とデフレ脱却に対する期待が失望に終わるといふ悪循環を抜け出したのであれば、今後は外国人投資家も全般的な「日本買い・売り」によって投資配分を大きく変えるのではなく、より普通の先進国株式に対するスタンス、すなわちグローバルセクターの枠組みのなかで日本株も評価する、という側面を強めるのではないか。

もっとも、極論は危険だ。グローバルセクターが個別企業の株価に与える影響の強まりを受け、一時、米国ではいずれその企業の本拠が意味を持たなくなる、全ての企業を米国企業と考えれば良いとの論調も出たようだが（いかにも米国的というべきか）、足元では再び本拠を置く国による要因が盛り返しているようだ³。国（地域）とグローバルセクターを併せて考えた方がいい場合もある。例えば、2004年半ば頃から欧州の医薬品セクターが米国の同セクターを大きくアウトパフォームした背景には、米大手医薬品メーカーの主力製品に相次いで副作用問題が発生し、投資家が当セクターへの投資資金を欧州企業に振り替えたことがあったようであり、この流れをうまく捉えれば超過収益の獲得機会となった。

いずれにしても、日本の機関投資家も株式投資において、日本株式と外国株式に二分し、さらに外国株については地域別に運用するという従来からの方法論だけではなく、初めにそれぞれのグローバルセクターに対する投資判断を行い、次に各グローバルセクター内で国を問わず魅力的な企業を探すというアプローチをも考慮すべき時期に来ていると思われる。

（株式運用グループ 高松 千之）

図表4. ある米系投資顧問の日本株への投資配分

時期	ウェイト		差違
	ファンド	ベンチマーク	
2003年末	12.9%	21.4%	-8.5%
2004年末	13.9%	21.9%	-8.0%
2005年末	20.1%	25.7%	-5.6%

³ Anton V. Puchkov, Dan Stefek, and Mark Davis "Sources of Return in Global Investing" The Journal of Portfolio Management, Winter 2005