

日経 225 の値嵩株効果

最近の日経平均株価指数（以下、日経 225）は、いわゆる「二極化」相場を反映し、一部の値嵩株の影響を大きく受けている。そこで、日経 225 先物を利用する場合はもとより、指数を用いて色々と分析する場合にも、その特徴を把握しておく必要があるだろう。

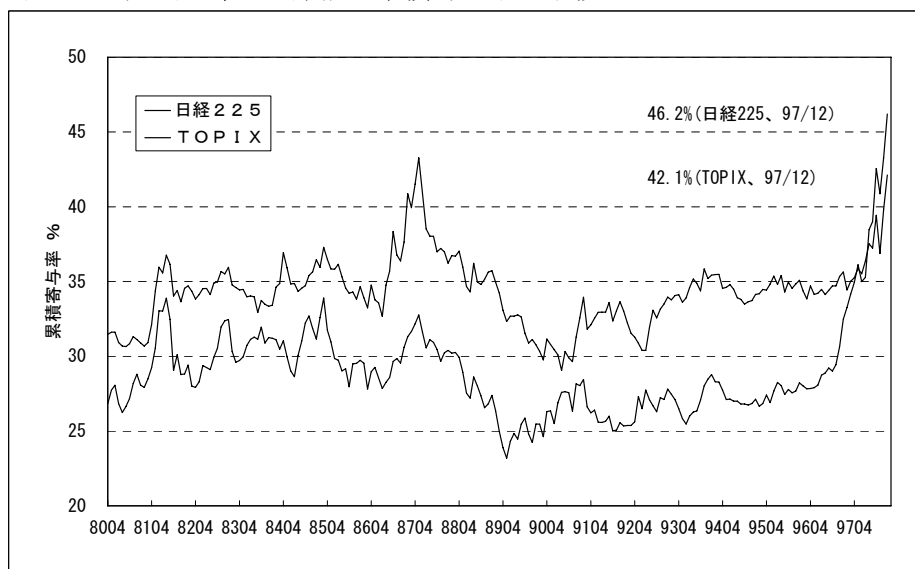
わが国の代表的な株価指数として、日経 225 と TOPIX がある。株式時価総額に基づく TOPIX は、年金資産運用における株式ベンチマークとして認知されている。一方、日経 225 は、指数先物取引の中心になっていることに加え、円単位の表示で、親しみやすいこともあり、一般に引用される機会が多い。

日経 225 は、東証 1 部上場株式の内の 225 銘柄について、その額面調整後株価（例えば、額面 5 万円の NTT は、50 円額面に換算すると、市場価格の $50/50000=1/1000$ になる）の合計を、ある除数（現在 10.010）で割って求められている。このような計算方法であるため、値嵩株の影響（寄与率）が相対的に高くなるという特徴がある。

昨年、わが国の株式市場は、「二極化相場」と言われるように、一部優良銘柄の株価が上昇する一方で、不良債権問題に直面した業種をはじめ、業績懸念銘柄が多く下落する展開になった（上場・登録廃止 30 社）。

1980 年 4 月から 1997 年 12 月まで、日経 225 と TOPIX について、寄与率上位銘柄（1 位から 25 位）の指数への累積寄与率を計算した。その結果（図 1）、どちらの指数も、上位銘柄の寄与率が、近年にない水準まで上昇しているが、特に「日経 225（1 万 5000 円）は、25 銘柄で約 7000 円も寄与」していることが確認できる。

図 1 寄与率上位 25 銘柄の累積寄与率の推移



日経 225 への寄与率上位 25 銘柄につき、表 1 に示した。上位銘柄の多くは、最近のリターンが、225 銘柄平均よりも相当高く、いわゆる優良銘柄への人気集中を裏付けている。また、最上位のソニーは、1 銘柄で日経 225 への寄与率が、過去に例がないほどの高水準（7.6%）に達していることも注目される。

この他、上位銘柄には、輸出比率が高くて円安メリットを享受する銘柄や、海外投資家の保有比率が高い銘柄が多く含まれている。しかし、連結 PER でみて、国内の他の銘柄より割安感があっても、国際的には必ずしも割安と言えなくなっている点には、注意を要するだろう。

近年、「海外投資家は、円安局面で、株式を売り越す」傾向にある。1998 年 1 月に、株式相場は急反発したが、外人持株比率の高い値嵩株（円安は業績にプラスだが、外人売りの懸念がある）の寄与が大きい日経 225 は、潜在的に株価下落リスクをかかえていると考えられる。

したがって、現在保有している株式ポートフォリオを、日経 225 先物でヘッジする場合には、こうしたリスクも勘案して、戦略を練る必要があるだろう。

表 1 日経 225 への寄与率上位銘柄

1997年12月末時点 (日経平均 15258.74)	50円額面 換算株価 円	寄与率 %	累積 寄与率 %	連結PER (予想)	連結ROE (実績) %	6ヵ月 リターン %	12ヵ月 リターン %	輸出 比率 %	外人持株 比率 %
1 6758 ソニー	11600	7.60	7.60	25.2	9.56	16.40	53.70	69	43.7
2 4901 富士写真フイルム	5000	3.27	10.87	28.6	6.35	8.70	31.50	36	36.4
3 7267 本田技研工業	4790	3.14	14.01	18.7	15.90	39.10	45.30	58	20.2
4 7203 トヨタ自動車	3740	2.45	16.46	28.5	6.80	10.90	13.10	49	8.6
5 4502 武田薬品工業	3720	2.44	18.89	40.8	9.43	15.80	54.00	16	21.9
6 7751 キヤノン	3040	1.99	20.88	22.9	9.59	-2.56	19.00	79	40.0
7 4501 三共	2950	1.93	22.81	23.5	11.60	-23.20	-9.47	17	31.1
8 5108 プリヂェストン	2830	1.85	24.67	61.3	11.40	6.39	29.00	37	19.8
9 4503 山之内製薬	2800	1.83	26.50	20.5	8.71	-8.79	18.80	8	27.3
10 4063 信越化学工業	2490	1.63	28.13	22.3	10.80	-18.00	18.30	31	23.1
11 7912 大日本印刷	2450	1.60	29.74	32.4	6.76	-5.09	21.60	7	17.2
12 6902 デンソー	2350	1.54	31.27	29.2	7.30	-14.00	-15.20	21	15.5
13 8252 丸井	2030	1.33	32.60	39.4	4.93	-4.69	-1.63	0	22.7
14 6773 パイオニア	2010	1.32	33.92	45.0	0.80	-27.60	-8.74	64	29.0
15 6752 松下電器産業	1910	1.25	35.17	26.5	3.73	-17.10	1.70	36	21.0
16 2502 アサヒビール	1900	1.24	36.41	91.7	2.58	11.10	58.80	0	11.7
17 5901 東洋製缶	1860	1.22	37.63	31.7	3.83	-26.60	-26.40	0	18.0
18 8315 東京三菱銀行	1800	1.18	38.81	-20.0	1.57	-21.60	-15.90	0	7.7
19 5802 住友電気工業	1780	1.17	39.98	37.0	6.32	-7.02	10.70	14	22.4
20 8604 野村証券	1740	1.14	41.12	42.7	-20.60	10.10	0.73	0	14.5
21 7911 凸版印刷	1700	1.11	42.23	29.8	3.53	-5.16	18.30	3	18.9
22 7752 リコー	1620	1.06	43.29	34.1	6.84	8.33	22.70	34	21.5
23 8318 住友銀行	1490	0.98	44.27	-18.7	1.98	-20.60	-10.30	0	7.3
24 7951 ヤマハ	1480	0.97	45.23	19.1	6.39	-29.30	-24.50	41	14.7
25 8751 東京海上火災保険	1480	0.97	46.20	73.0	4.79	-1.33	36.70	0	19.4
日経225平均(注)	679	-	-	-	1.84	-25.95	-21.19	16	13.3

注：6ヵ月、12ヵ月リターン以外は単純平均である。