

(証券市場)：需給環境の予測と株式投資行動

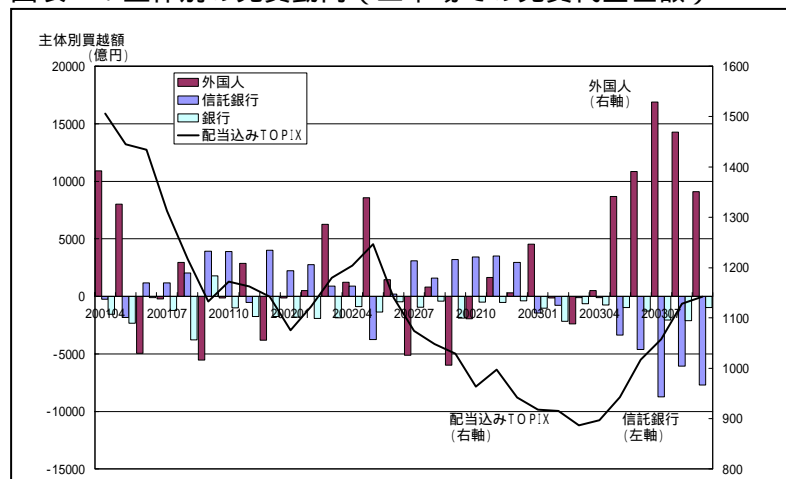
「銀行の持合い解消売り」や「年金基金の代行返上売り」は、その規模がある程度予想でき、法的スケジュールにより売却時期も想定しやすいなど、これまでの通常の需給見通しとは違った一面を持っている。ただ、特定の投資家の動きだけで相場の方向感が定まるわけでもないので、運用のストラテジーに活かすには注意が必要である。

ニッセイ基礎研の調査では、2003年3月末時点の持合比率（＝持合株式が市場の時価総額に占める割合）が7.4%（対前年度1.5%減少）となった。特に、総額で6.4兆円もの株式を売却した大手銀行は、持合関係にあった事業法人の半数近くを売却対象（一部売却も含む）とした模様で、持合い解消の進展が改めて確認される（詳細はニッセイ基礎研究所「株式持ち合い状況調査2002年度版」を参照。http://www.nli-research.co.jpよりダウンロード可能）。

継続する持合い解消が、売り圧力として投資家心理に影響を与え始めて久しいが、特に昨年度は、大手銀行の大幅な保有株式圧縮計画が明らかであったため、それを先読みして行動した投資家も少なくないだろう。実際には、銀行による売却の多くが、日銀買取りや自社株買いなどに吸収され、市場売却は限定的であったが、需給環境の悪化を懸念して国内株式への配分を控えめにしていた投資家や、事業法人による対抗的な銀行株売りを連想して、銀行株のウェイトを引き下げている投資家が、昨年度の運用では結果的に成功を収めたことになる。

今年度についても、株式保有制限法の達成期限（本年8月の改正により2006年9月末まで2年間延長されたが）を意識した大手銀行の売却計画と、代行返上売りの本格化を想定して、大方は厳しい需給環境を予想していたものと思われる。特に、代行返上売りに関しては、将来分の返上認可を受けた多くの基金で、過去分の返上時期までには返上資産の現金化が必要で、認可開始となる9月を目処に一定規模の代行返上売りがほぼ確実であった。これら売却スケジュールが共通する場合、他者の売却で株価が下押しする前に売却したいという誘引が、株価の下振れリスクを加速させる可能性も大きかったといえる。

図表1：主体別の売買動向（三市場での売買代金差額）



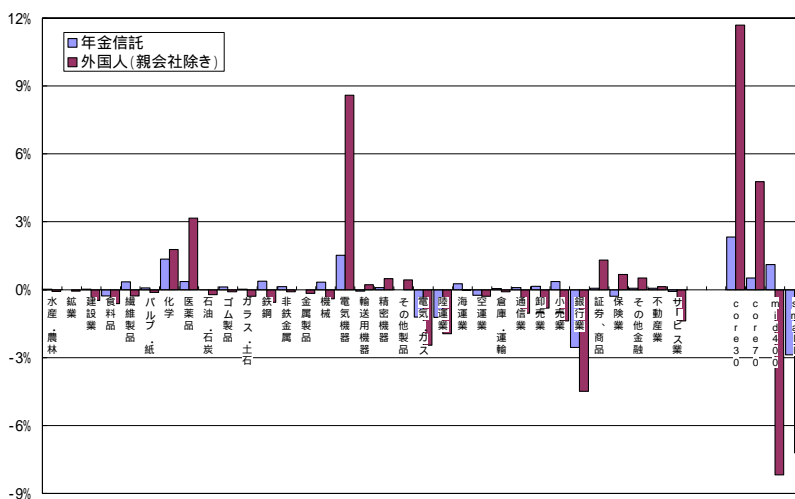
(注) 各投資主体別に、三市場での売買代金の差額を示した。市場外での取引が含まれていない点には要注意だが、投資行動の傾向は概ね把握することができる。

投資部門別株式売買代金（東京証券取引所）より、ニッセイ基礎研究所作成。

実際、本年4月までは、持合い解消売りの対象になりやすい大手銀行株や、年金基金の組み入れ比率が高く代行返上売りに晒されやすい大型優良株で、株価が冴えない展開が続いていた。しかし、外国人投資家の旺盛な買い意欲（半期ベースではITバブルの99年度を上回る6兆円超の買い越し）により状況は一変し、今上期は配当込みTOPIXで29.8%も上昇するなど、国内株式資産が年金運用のパフォーマンス向上の牽引役となった（図表1）。

買い手の中心となった外国人投資家は、年金基金の投資対象とオーバーラップして、わが国を代表する企業に集中投資する傾向が強い（図表2）。したがって、代行返上売りが懸念された銘柄については、当初の需給見通しが大きく覆されたといえよう。こうしたことから、少なくとも上期中は代行返上売りの重しが強いと考えてストラテジーを組み立てていた場合、その後の急ピッチな相場上昇の恩恵を十分に享受できなかった可能性があるだろう。

図表2：年金信託と外国人投資家のセクター別TOPIXウェイトからの乖離



(注)

2003年3月末時点で、年金信託、外国人のポートフォリオにつき、マーケットウェイトからの乖離を、セクター別に観察した。外国人については、日産の筆頭株主であるルノーなど、関係会社の保有分は除いた。

株式分布状況調査（全国証券取引所協議会）、大株主データ（東洋経済新報社）などにより、ニッセイ基礎研究所作成。

下期に入り、大企業の基金の代行返上売りが一段落し、売り圧力の一端が払拭されつつある。その一方で、昨年度は銀行に株式を売却された事業法人の多くが、売り手となった銀行の株を保有継続しており、持合い解消の予備軍は少なくない。これまで法人安定株主への依存度が強かっただけに、企業システムが変革する過程で持合い解消がさらに加速すれば、株式市場には一定の売り圧力となることは間違いなさそうだが、需給の点では、企業の変革が遅々として進まなかった場合の、外国人投資家の失望売りの方が脅威に映る。

他者の投資行動を事前に予測できれば、投資に際して確かに有利だが、特定の投資主体の行動だけで相場の方向感が定まるわけではない。むしろ、年金運用に関して言えば、公的年金の資金配分タイミングや、ベンチマーク指数の構成銘柄の変更に合わせたパッシブ運用のリバランスなど、企業価値や株価水準とは無関係な投資行動が、他の投資家から見透かされていないか、今一度チェックしてみる必要があるのではないだろうか。 (黒木 文明)