

外国人投資家の存在感が増した国内株式市場

金融研究部 遅澤秀一

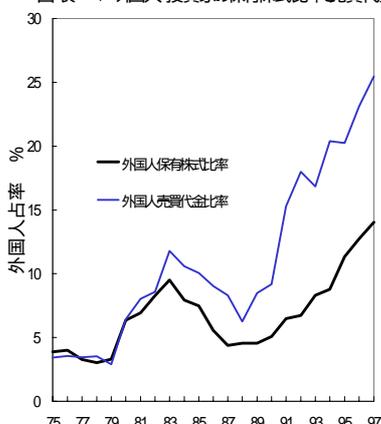
95年から続いた円安トレンドは、ロシア金融危機やヘッジファンドのロングターム・キャピタル・マネジメントの破綻に端を発する国際金融市場の混乱によって一段落したようである。98年8月に147円台を示現後にドル安方向に振れ、10月にはヘッジファンドがポジションを手仕舞ったこともあって、ドルは急落した。

その過程で、東京株式市場では、ここ2年ほど「二極化」相場の主役を演じてきた国際優良株が急落した。国際優良株は外国人持株比率が高いことが知られているが、先般の株価下落時には「外人売り」が大きな注目を集めたのである。そこで、わが国の株式市場で存在感を増している外国人投資家の投資動向を調べてみる。

実は、外国人投資家が影響を強めてきたのは最近のことだけではない(図表-1)。バブル崩壊後の90年代に入り、保有・売買ともにウェイトを高めてきたのである。さらに過去を顧みるに、80年代前半にP E R(株価/1株当たり利益)を投資尺度として持ち込み、電機株に注目したのは外国人投資家であった。一方、80年代後半の株価急騰局面では、外国人投資家は日本株投資を抑制した。合理的尺度で説明できない投資を避けたのであろう。このように外国人投資家は、時として、国内投資家と異なった投資行動をとるのである。

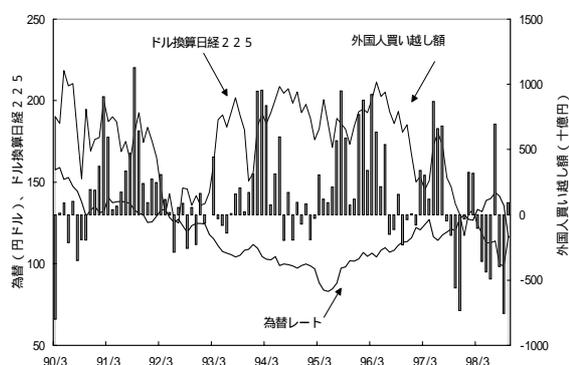
ではまず、90年代に入ってから外国人投資家の投資動向について、為替や株価水準と関連付けて見てみよう(図表-2)。

図表-1 外国人投資家の保有株式比率・売買代金



(資料) 東京証券取引所の「総合証券内容調べ」、「東証月報」、全証券取引所協議会「株式市場状況調査」を基に二つ二つ基礎データを作成。外国人保有株式比率は3月末時点の保有時価総額比率、外国人売買代金比率は当年3月に発する年度累計から算出した。

図表-2 為替レート、ドル換算日経225と外国人買い越し額との関係



(資料) 外国人買い越し額は、東京証券取引所「総合証券内容調べ」、日経225は日本経済新聞社、為替は日本銀行発表の数値を基に作成。

この間の市場環境を概観すると、為替レートは、95年4月まで円高基調が続き、その後円安に転じている。株式相場は、89年12月をピークに下落した後、92年ごろから大きな往来相場の様相を呈している。そして、最近の動きは冒頭に述べた通りである。

このような環境下で、外国人投資家は、為替が円高基調にある期間はドル安を享受し、株式を買い越していた。また、円安に転じてからも、円安の恩恵を受け大幅増益となった輸出関連銘柄に対する投資を急増させ、「二極化」相場をリードしたのは記憶に新しいところである。

その一方で、円安の進展によって、ドル換算の日経225は96年から下落傾向にあり、外国人投資家にとり、日本株投資全般のドルベースでの採算は悪化していたと見られる。そのため、NY株安、ドル安など、国際金融市場の混乱に伴うポジション調整に加え、外国人投資家がポートフォリオのコアとしていた国際優良株に業績下方修正が相次いだことが、最近の日本株売りに拍車をかけたものと思われる。

では次に、外国人投資家の株価への影響度を見てみよう。日経225採用銘柄の中で、指数に

対する寄与率の上位20銘柄を図表 - 3 に示した。

日経225は、平均株価なので、値嵩株ほど寄与率が大きくなる。その結果、寄与率上位には国際優良株と呼ばれる銘柄が多く並ぶ。これらの銘柄の外国人持株比率は総じて高く、需給面では外国人の売買動向の影響を受けやすくなっている。国際優良株のリターン（1ヵ月あるいは3ヵ月）が10月に悪化したのは、「外人売り」の影響が大きかったと言えるだろう。

寄与率上位20銘柄の日経225に占めるウエイトは38%もある。つまり、外国人投資家の持ち株比率が高い銘柄群によって、日経225のパフォーマンスが左右される運命にある。

前述したように、円高によって、外国人投資家の一般的な株式投資収益率（ドルベース）が改善する一方で、国際優良株の業績が悪化するのは避けられない。したがって、外国人投資家の投資戦略を単純に予測することは困難と思われる。結局、彼らの一挙手一投足を引き続き注視する必要があるであろう。

図表 3 日経225に対する寄与率上位20銘柄リスト

	証券 コード	銘柄名	株価 円	エイト %	累積ウエイト %	外国人持株 比率 %	1ヵ月リターン %	3ヵ月リターン %
1	6758	ソニー	7400	5.43	5.43	44.9	-22.00	-39.60
2	4901	富士写真フィルム	4270	3.13	8.56	35.5	-9.15	-19.90
3	4502	武田薬品工業	3790	2.78	11.34	22.9	3.84	2.16
4	7267	本田技研工業	3500	2.57	13.90	19.6	-15.70	-35.10
5	4503	山之内製薬	3340	2.45	16.35	30.4	13.60	11.50
6	7203	トヨタ自動車	2800	2.05	18.41	8.8	-8.20	-21.10
7	4501	三共	2630	1.93	20.33	32.0	-12.90	-18.80
8	5108	ブリヂストン	2565	1.88	22.22	21.3	-6.73	-26.70
9	4063	信越化学工業	2320	1.70	23.92	21.9	7.16	-3.33
10	7751	キヤノン	2205	1.61	25.53	37.4	-20.40	-33.20
11	6902	デンソー	2195	1.61	27.14	14.9	10.60	-8.54
12	5901	東洋製缶	2095	1.54	28.68	19.5	18.00	7.88
13	8252	丸井	2030	1.49	30.17	22.4	2.53	-4.92
14	6773	バイオニア	1920	1.41	31.58	29.3	-14.90	-26.20
15	7912	大日本印刷	1795	1.31	32.89	17.1	2.45	-22.00
16	6752	松下電器産業	1711	1.25	34.14	21.4	-7.76	-25.70
17	2502	アサヒビール	1665	1.22	35.36	15.2	2.78	-7.86
18	7269	スズキ	1341	0.98	36.34	31.9	-2.40	4.85
19	9301	三菱倉庫	1338	0.98	37.32	11.5	18.90	4.90
20	8751	東京海上火災保険	1325	0.98	38.30	19.7	8.61	-9.25

注：データは1998年10月末時点である。

1ヵ月リターンは1998年10月の株式収益率、3ヵ月リターンは1998年8月から10月までの株式収益率である。

・本レポート記載のデータは各種の情報源から入手、加工したものです。その正確性と完全性を保障するものではありません。
 ・本レポート内容について、将来見解を変更することもあります。
 ・本レポートは情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。なお、ニッセイ基礎研究所に対する書面による同意なしに本レポートを複写、引用、配布することを禁じます。