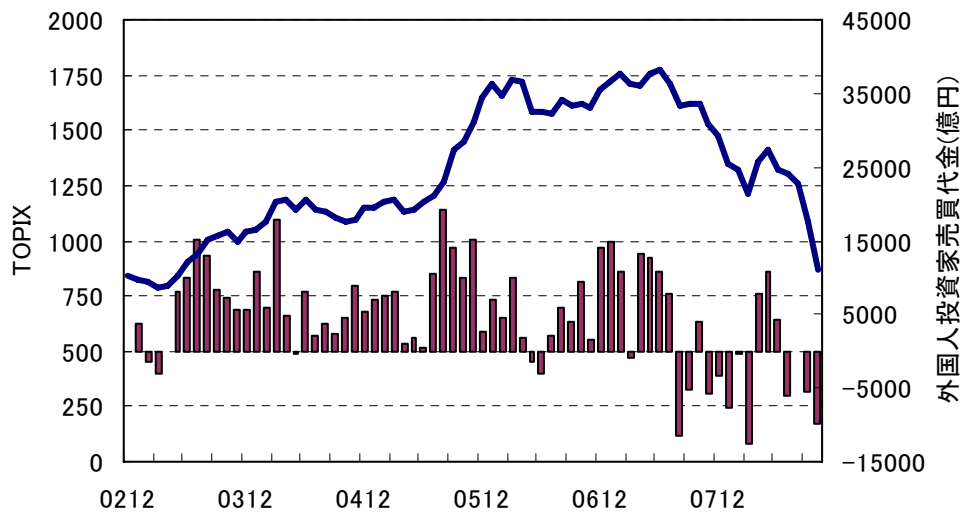


(年金運用)：日本株投資戦略 ～外国人売買が投資指標の有効性に影響～

日本市場で長い間有効であった主要な投資指標（PER など）の効果が、2007 年夏以降に薄れている。外国人売買動向との関係から調査したところ、外人売りが主要な投資指標の有効性低下の一因であることが分かった。

2008 年も日本株市場の指数である TOPIX は大幅に下落した。米国発金融危機問題や世界的な景気後退局面突入を背景に、日本株市場の売買シェアの大半を占める外国人の一転売り越しも一因で、実は 2007 年夏場以降、外国人の大幅売越局面では、TOPIX も下落していた(図表 1)。そして 2008 年の特徴としては、市場の上下変動の影響を受けにくいはずのマーケットニュートラル型やロングショート型といったクオンツ系ファンドの運用成績も悪化した。

図表 1： TOPIX と外国人投資家売買動向の推移

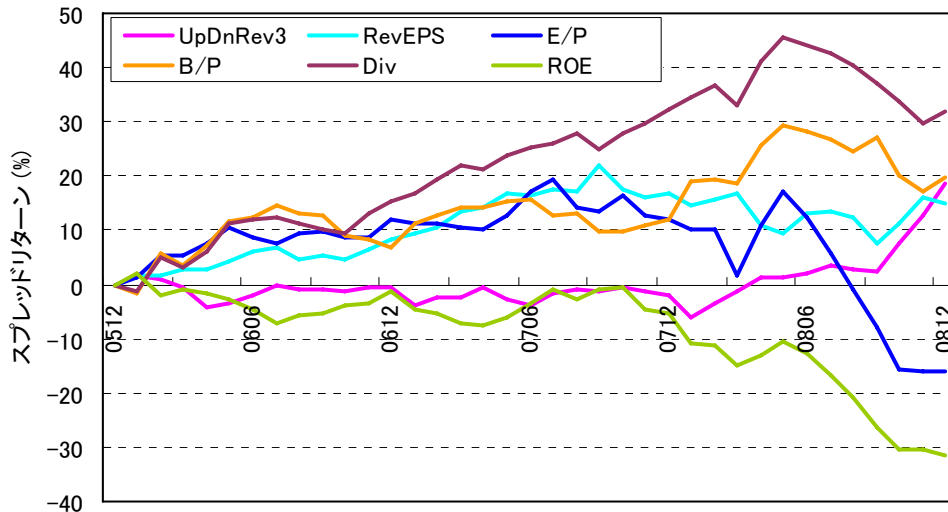


(出所) 東証データを利用して筆者作成

そこで、外国人による売買が多い大型・中型株の TOPIX500 採用銘柄をユニバースに、クオンツ系ファンドが銘柄選択する際によく利用する投資指標別のリターンの推移をしてみる。ここでは、投資指標として過去 1 ヶ月にアナリストが上方修正・下方修正を行った人数の割合 (UpDnRev3)、過去 3 ヶ月平均のアナリストの予想一株利益に対する過去 1 ヶ月の修正率 (RevEPS)、予想 PER の逆数(E/P)、PBR の逆数(B/P)、配当利回り(Div)、ROE の 6 つの主要ファクターを用いた。投資指標ごとにランキングして、4 つの等金額ポートフォリオを作成し、第 1 分位(最良情報)と第 4 分位(最悪情報)のリターン格差をスプレッドリターンとして、その推移を調べた(図表 2)。

従来有効であった PER は 2007 年夏場以降、スプレッドリターンが横ばいとなり、2008 年に効果は著しく損われた。また同様に有効であった PBR や配当利回りも、2008 年後半の効果は芳しくなかった。アナリスト予想の修正は、2008 年後半にやや効果があったが、通年ではあまり有効でなかった。

図表2： 主要ファクターのスプレッドリターン



(出所) FactSet、東洋経済予想を用いて筆者作成

このように主要な投資指標の有効性の欠如が、クオンツ系ファンドの運用成績の成績不振の原因であるが、図表1と図表2を見比べると、外国人が売越局面の2007年夏場以降、投資指標の効果が落ちている。そこで、外国人の売買動向が投資指標の有効性に影響を与えていないかを検討する。

まず外国人の個別銘柄の売買動向を知るには、外国人持ち株比率を用いるのが適切であるが、データ更新が頻繁ではないため、刻々と変化する外国人の売買選好性を捉えるのは困難である。そこで、先に紹介した外国人の市場全体の売買動向を基に個別銘柄における感応度を計算し、投資指標の各ファクターとの相関関係から外国人売買との関係を考察した。

外国人の売買動向から個別銘柄における感応度を計算するには、過去12ヶ月の各月の株価リターンと各月の外国人の売買動向を個別銘柄ごとにローリングしながら回帰分析して求めた。ここで計算した外国人感応度は、各々の個別銘柄が外国人売買動向にどのくらい左右されているかを表している。

次に、外国人感応度と主要6ファクターの投資指標との順位相関関係を外国人が売り越しに転じた前後(つまり2006年～2008年の3年間を買越局面と売越局面)に分けて計算した(図表3)。順位相関係数とは、外国人感応度と各主要6ファクターを大きいものから順に並べ、それらの相関係数を計算したものをいう。

まずPERやPBR、配当利回りといったバリュー系ファクターは、この前後で相関関係が大きく上昇した。つまり、割安銘柄への投資は、外国人が長い時間をかけて買い越しているため相関はそれほど高くないが、売越局面では影響を大きく受け、相関が上昇したといえよう。特にE/Pは直近の相関関係が高く、外国人売りによりPERの効果が大きく低下したことが分かる。

(次ページに続く)

図表3： 外国人感応度と主要ファクターとの順位相関係数

	2006年1月～ 2007年7月	2007年8月～ 2008年12月
アナリスト修正人数(UpDnRev3)	0.02	-0.08
アナリスト利益修正(RevEPS)	0.07	-0.06
PER(E/P)	0.06	0.35
PBR(B/P)	-0.14	0.11
配当利回り(Div)	-0.15	0.16
ROE	0.16	0.17

(出所) FactSet、東洋経済予想を用いて筆者作成

他方、ROE は買越局面でも売越局面でも一貫して相関関係を持ち、外国人が売買する際に、重要視している投資指標であるといえよう。またアナリスト予想の修正についての指標との相関関係は弱いものの、外国人が買越局面でも売越局面でも上方修正銘柄を買い、下方修正銘柄を売っていたものと推測される。

このように、外国人感応度と主要投資指標の順位相関関係を比べることにより、外国人の個別銘柄ベースの売買選好性と投資指標の有効性低下を理解することができた。2009年も外国人が買い越すか引き続き売り越すか、また外国人の銘柄選好性は変化しないか、外国人売買が主要な投資指標のリターンに影響を与えないかなど、外国人の売買動向から目が離せない。

(伊藤 拓之)

発行： ニッセイ基礎研究所

〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 九段センタービル

FAX：03-5512-1082, E-mail：report@nli-research.co.jp

年金ストラテジーWeb アドレス

[http://www.nli-research.co.jp/report/pension\\_strategy/index.html](http://www.nli-research.co.jp/report/pension_strategy/index.html)

本誌記載のデータは信頼ある情報源から入手、加工したものです。その正確性と完全性を保証するものではありません。本誌内容について、将来見解を変更することもあります。本誌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。ニッセイ基礎研究所の書面による同意なしに本誌を複写、引用、配布することを禁じます。