

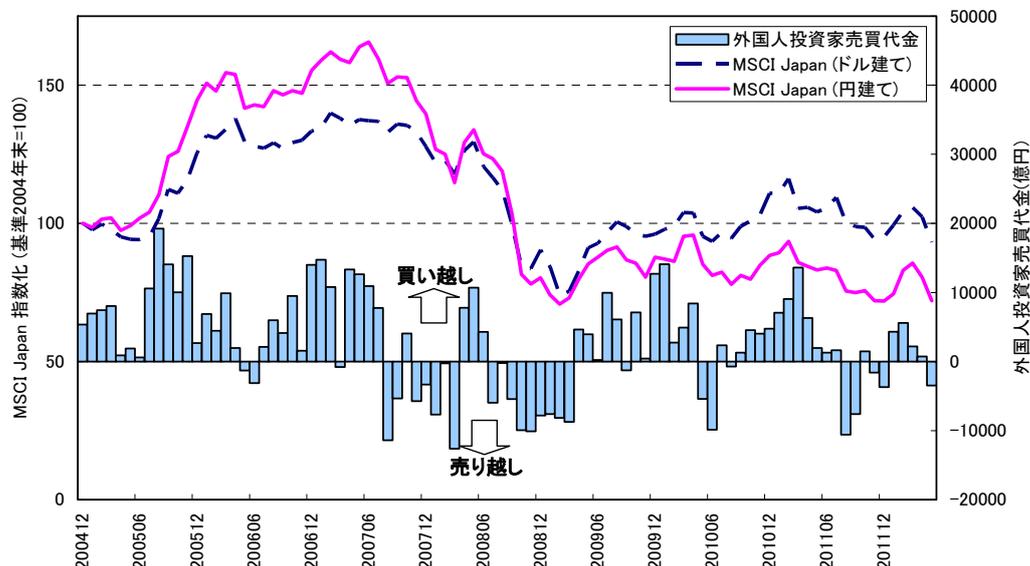
## (年金運用)：外国人投資家の株式売買選好は変化したか？

日本株式市場の委託売買シェアの6割以上を占める外国人投資家は、日本市場に大きな影響を与えてきた。今回はその売買動向や売買選好に焦点を当て分析したところ、売買選好は前回調査とほぼ同等の結果が得られた。

2012年6月現在日本市場の指数であるTOPIXは欧州債務問題や世界的な景気悪化懸念を背景に29年ぶりの低水準に沈んでいる。日本株式市場の委託売買シェアの6割以上を占める外国人投資家も2012年5月は一転売り越しに転じ、株価の大幅下落を招いた。今回は日本株式市場を席卷する外国人投資家の売買動向や売買選好を考えてみる。本稿は年金ストラテジー(Vol.152)「日本株投資戦略 ～外国人売買が投資指標の有効性に影響～」の続編である。

はじめに外国人投資家と株価の関係を見るために、図表1に海外投資家が指数として用いるMSCI Japan(円建て/ドル建て)(左軸)と外国人投資家売買代金(右軸)を示した。2005年、2006年の上昇局面や2009年以降の上昇局面では外国人投資家は買い越していることがわかる。一転2007年、2008年の大幅下落相場では外国人投資家も大幅な売り越しに転じ、相場の下落を牽引していることがわかる。また円高の進行によりドル建てのチャートは2009年以降上昇相場にあり、ドル建ての投資家にとっては日本株が大幅に低迷しているわけではなさそうである。

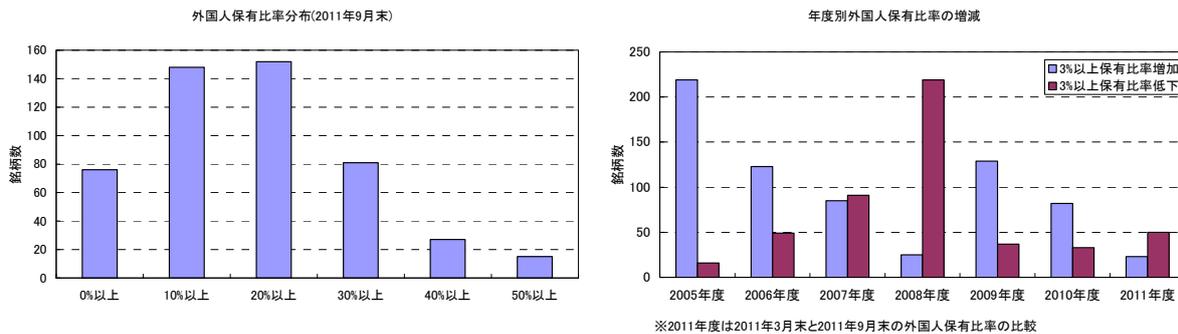
図表1： MSCI Japan (円建て/ドル建て)と外国人投資家売買代金の推移



(資料) Bloomberg データ、東証データを利用して筆者作成

次に個別銘柄における外国人動向を調べてみよう。まず、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、各銘柄の外国人保有比率を分析した。図表2は2011年9月末での外国人保有比率の分布(左図)と各年度の外国人保有比率が3%以上上昇した銘柄数、3%以上下落した銘柄数の推移(右図)である。

図表2： 外国人保有比率分布と年度別外国人保有比率の増減銘柄数の推移



(資料) 日経 NEEDS データ、東洋経済データを利用して筆者作成

外国人保有比率は平均 22.9%で、50%以上の銘柄も 15 銘柄存在する。各年度の外国人保有比率の増減銘柄数の推移を見ると、外国人投資家売買の買い越し局面であった 2005 年度や 2006 年度、2009 年度では保有比率が 3%以上上昇した銘柄が 100 銘柄以上と大幅に増えた。一方外国人が大幅に売り越した 2007 年、2008 年は保有比率が 3%以上下落した銘柄が増えた。

最後に個別銘柄における外国人の投資指標による売買選好を調べてみよう。図表 2 で作成したポートフォリオごとに投資指標を分析する。分析時点は 2011 年 9 月末における個別銘柄の外国人保有比率と投資指標(利益修正率、予想 PER、実績 PBR、配当利回り、実績 ROE)を用いて集計した(図表 3)。外国人保有比率の変化は外国人投資家が買い越しに転じた 2009 年 3 月末と 2011 年 9 月末を比較して計算した。

図表3： 外国人保有比率の変化別ポートフォリオの投資指標

	外国人保有比率が3%以上上昇した銘柄のポートフォリオ	外国人保有比率が±3%以内で変動した銘柄のポートフォリオ	外国人保有比率が3%以上下落した銘柄のポートフォリオ	銘柄全体
利益修正率(%)	0.36	-1.71	-4.73	-1.32
予想PER	7.35	8.25	8.91	7.98
実績PBR	0.96	0.78	0.87	0.85
配当利回り(%)	1.97	2.22	2.42	2.15
実績ROE(%)	12.04	8.71	10.14	10.03
銘柄数	170	264	54	488

(資料) 日経 NEEDS データ、東洋経済データを利用して筆者作成

外国人保有比率が上昇した銘柄のポートフォリオは外国人保有比率が下落した銘柄のポートフォリオに比べて、利益修正率が高く、割安度を示す PER が低く、ROE が高い傾向にあった。この傾向は前稿で指摘した外国人投資家は、ROE を重視した利益修正率が高い銘柄を好む傾向と同様である。また前稿は、外国人の大幅売り越し局面で PER 効果の大きな低下を指摘したが、一転外国人投資家は買い越し局面では割安な低 PER 株を購入していると推察される。

このように、外国人保有比率の変化別にポートフォリオを作成して、その投資指標を分析することで、外国人の個別銘柄ベースの売買選好を理解することができる。前稿と分析手法が異なるが、同等の外国人の売買選好が浮かび上がった。2012 年度は外国人が売り越しに転じるか、また外国人投資家の売買選好は変化しないか、外国人の売買動向から引き続き目が離せない。

(伊藤 拓之)