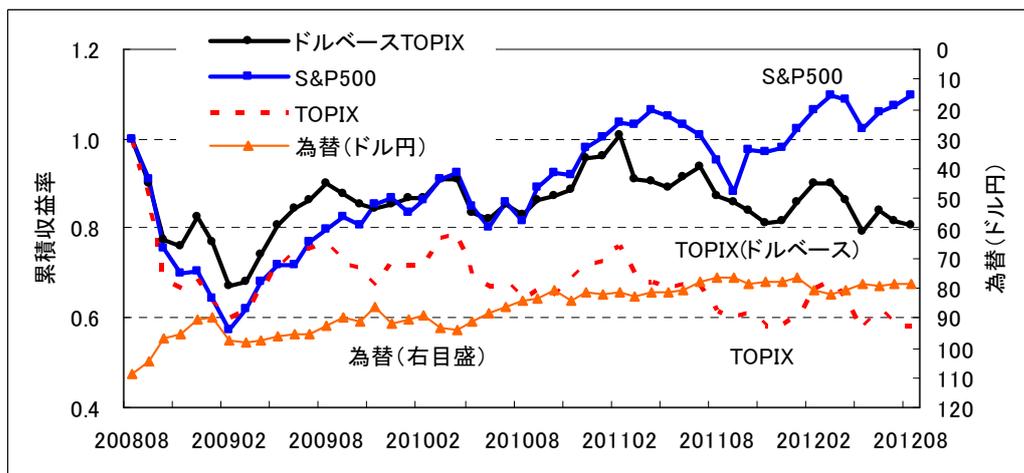


(年金運用)：リーマン・ショック後の為替・海外投資家動向・株価の関係

円高局面では輸出株よりも内需株のリターンが高いという経験則が、2008年以降の円高進行時には必ずしもあてはまらなかった。業種に関係なく、海外投資家保有比率が高い銘柄ほど売り圧力が強かったのである。海外投資家のポジション調整の影響が支配的だったということだ。日本株式市場では海外投資家の存在感が高まった結果、過去の経験則が必ずしも通用せず、プレイヤーが変わればルールも変わると言わざるを得ない局面も増えてきている。

リーマン・ショック（2008年9月15日）後、日本の株式市場は欧米市場よりも低迷が長引いたという印象を持っておられる方も多いだろう。たしかに日本の投資家の目にはそう映るが、海外投資家にとっては必ずしもそうではない。その間に円高が進んだこともあってドルベースで見たTOPIXは、東日本大震災の前までは米国の代表的株価指数であるS&P500と比較しても遜色ないパフォーマンスを挙げていたのである（図表1参照）。これは国内投資家と海外投資家の視点の相違の一例である。

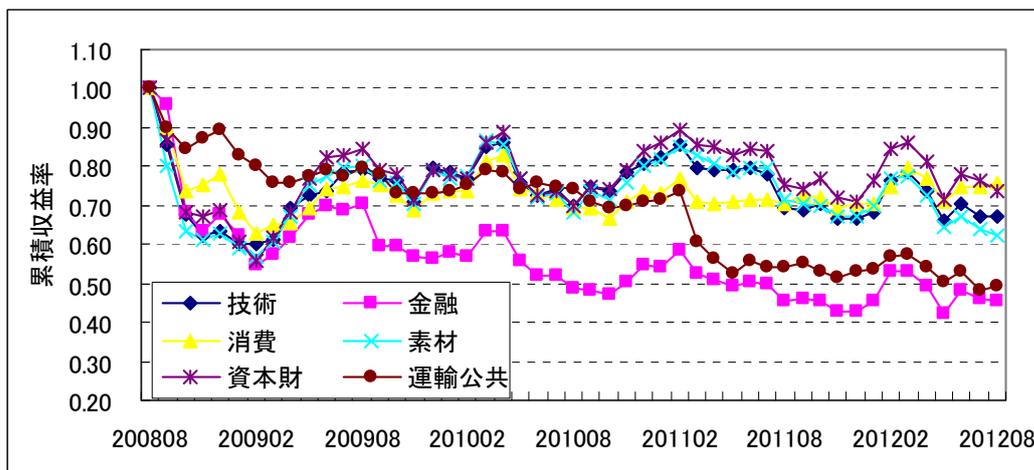
図表1：パフォーマンスの推移



リーマン・ショックや欧州金融危機による日本への直接的影響は少なかったが、欧米の景気後退による輸出減少と急激な円高進行のため、輸出関連銘柄は内需関連銘柄よりも株式収益率が低かったと思っている人も多い。しかし、TOPIX1000の日経6業種（①技術、②金融、③消費、④素材、⑤資本財、⑥運輸公共）別の累積収益率（図表2）を見ると、たしかに輸出関連セクターの方がリーマン・ショック後の半年間の下落はやや急だったかもしれないが、その後の戻り局面を含めるとパフォーマンス面で特に劣位だったというわけでもなさそうだ。

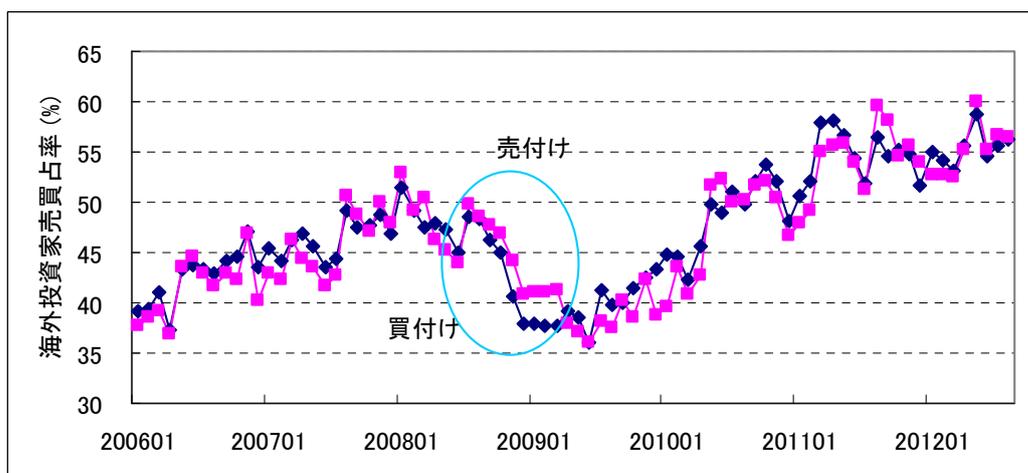
一般に円高局面では、輸出関連業種よりも内需関連業種の方がパフォーマンスがよいという経験則がある。これは円高による為替差損と、輸出における価格競争力の低下が業績悪化をもたらすというファンダメンタルズに基づいており、故なき迷信の類とは異なる。だが、なぜこの経験則がそれほど鮮明に現れなかったのだろうか。その理由を明らかにするため、海外投資家動向からリーマン・ショック後の日本の株式市場を読み解くことを試みよう。

図表2： 日経6業種別累積収益率(TOPIX1000)



まず、海外投資家の売買動向を確認しておこう。図表3からわかるように、リーマン・ショック後に海外投資家が株式売買に占める比率は急激に低下した。特に買付けの低下が急であったことが見て取れる。これは欧米の金融・証券市場の混乱を受けて、海外投資家がリスク資産の保有ウエイトを全般的に低下させたことに加え、円高の進行によって日本株の保有ウエイトが目標ウエイトを上回ったポジション調整の意味合いもあったと思われる。

図表3： 海外投資家売買占率



つぎに海外投資家動向がリターンに与えた影響を調べるため、TOPIX1000の銘柄を対象にして日経6業種別に海外投資家保有比率で降順に3個のポートフォリオを作り、2008年8月から2009年2月までの半年間の等加重収益率を計測した。図表4に結果を示すが、業種に関係なく海外投資家保有比率が低い銘柄群の下落率が小さく、逆に保有比率が高い銘柄群への売り圧力が強かったことがわかる。つまりリーマン・ショック後の急落した半年間は、業種による銘柄選別よりも海外投資家のポジション調整による売り圧力による影響の方が強かったということである。

日本の機関投資家にとって内需関連株の低迷は意外だったかもしれない。円高の進行に加え、欧米の景気後退の影響で輸出関連株の業績が悪化することは予想できた。しかし内需関連株に対して、なぜか売り圧力が強いのかは過去の経験則からは理解できなかったらう。

図表4： 分位分析結果

No.	業種	海外投資家保有比率		
		高	中	低
1	技術	-43.62	-42.59	-32.51
2	金融	-72.97	-49.20	-48.22
3	消費	-38.24	-32.65	-17.01
4	素材	-36.90	-37.06	-32.27
5	資本財	-39.99	-39.87	-27.86
6	運輸公共	-27.78	-24.84	-8.98

注：TOPIX1000 銘柄の日経6業種別収益率（2008年8月末から半年）

現在の日本の株式市場では、海外投資家の存在が大きくなっている。日ごろ、海外投資家を意識するのは売買占率の高さであろうが、リーマン・ショック後の状況では保有比率の高さがポイントだった。つまり、海外投資家のリスク資産全体あるいは日本株式のウェイトのポジション調整による売却の影響が支配的だったと言える。

ここから得られる教訓は、中心となるプレーヤーが変わればルールも変わりうるということだ。国内の機関投資家は日本株の価格決定力を失っている。にもかかわらず、日本の投資家の視点だけで市場を見たり、過去の経験則に頼り過ぎたりしたのでは、市場で何が起きているかを見落とす可能性があることに留意しなければならない。

（遅澤 秀一）

【訂正とお詫び】

前月号の「退職給付会計の改訂は企業にどういった影響を与えるのか？」に誤りがありました。下記のとおり訂正し、お詫びいたします。

（3ページ 6～8行目）

2007年度▲9.10%、2008年度▲15.81%と大幅なマイナスを記録し、2009年度は13.23%に回復したものの、2010年度には▲0.17%と再びマイナスとなっている。（下線部が訂正した箇所です）

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

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。