

## NO.2 買い手不在が招く悪循環

経済調査部 人見 小奈恵

### 9月以降、日本株の世界的な出遅れが鮮明に

9月以降、世界の株式市場において日本株の相対的な出遅れが目立っている。9月から11月末までの騰落率を見ると、S & P 500 (+7.4%)、欧州DJストックス 600 (+1.3%)、MSCI新興国株指数(+13.5%)と世界の株価は総じて堅調に推移したのに対し、TOPIX (▲13.0%) や日経平均株価 (▲10.9%) は大幅に出遅れた。

この間、日本株が世界の株価から大きくアンダーパフォームした局面が、①9月初旬～10月中旬までと、②11月の1ヶ月間の2回あった。

①の局面では、世界的な自己資本規制強化の動きや新政権によるモラトリアム法案をめぐる議論、大手金融機関の大型公募増資の発表などが嫌気されて、銀行株が下げを主導した。②の局面では、14年ぶりの円高ドル安の進行や1,000億円を超える大型の公募増資が相次ぎ、輸出関連株を中心に大幅安となった。

日本株固有の悪材料については、既にいくつかの要因が指摘されているが、本レポートでは、主体別の投資行動に焦点を当てて、日本株が出遅れた背景を探ってみたい。

### 金融機関の売りと短期筋の台頭

①の局面での最大の売り主体は国内の金融機関であった。これらは公的や民間の年金資金が中心で、7月以降の株価上昇に伴い、年金資金に占める株式の割合を一定水準に保つため、株式の売却を行ったものと考えられる。また年金以外でも、過度な株価変動リスクを避けるために、保有株式を低減させる動きがあったと考えられる。

②の局面では、外国人投資家が最大の売り主体であった。特に11月後半以降、売り姿勢が鮮明となったが、売っていたのは現物ではなく先物であった。このことは、売買の主体がヘッジファンドなどの短期筋が中心であることを示唆している。日本株の軟調な地合が続く中、ドバ

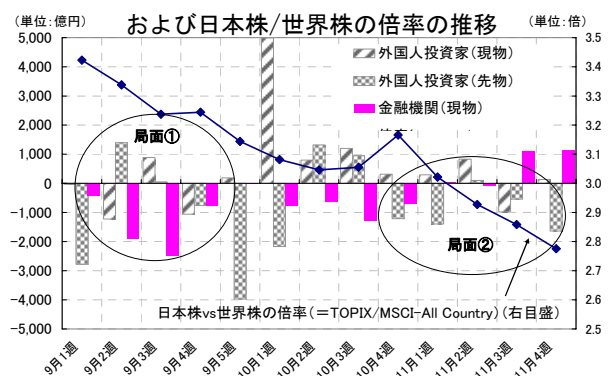
イ・ショックなどの外部環境の悪化に加え、多くのヘッジファンドが決算期末を迎えるタイミングでもあったことから、日本株の大幅売り越しにつながったものと思われる。外国人投資家が先物市場の売買高に占める割合は5割を超え、市場に与えるインパクトが大きい。そのため、現物株の裁定売りや株価下落に伴う保有株式の損失ヘッジ目的の空売りを誘い、株価下落に拍車をかけることとなった。

### 外国人頼みの薄い市場が下げを加速させる

世界の投資家の関心が新興国株や商品市場などのリスク資産に向かう一方、日本株への関心は低下をたどり、年初から11月までの主要三市場(一部2部合計)の売買高は、前年同期の6割程度と大幅に減少した。その結果、外国人投資家の市場シェアは上昇し、より存在感を高めている。一方、国内投資家は金融機関中心に基本的に売り主体であり、薄商いでの売り圧力は日本株の下げ圧力を一層高める。そこへ投機マネーが日本の悪材料を背景に売りを仕掛けたことが、売りが売りを呼ぶ状況を作り出し、日本株の出遅れを招いたものと思われる。

新年は、個人投資家が国内株へ回帰し、国内株式市場が活気を取り戻すことを期待したい。

資料1 外国人投資家と国内金融機関の売買動向



(出所) 東証、Bloomberg

ひとみ さなえ (副主任エコノミスト)