金融財政ビジネス Business

時事通信社

昭和23年7月8日　第3種郵便物認可
毎週2回 月・木曜日発行（但し祝日を除く）
購読料金 税抜月額 5,300円

104-8178 東京都中央区銀座5-15-8
©時事通信社2017

2017年（平成29年）
3月9日［木］
第10644号

時事トップ・コンフィデンシャル+

Contents 3.9

.corner	.page	.title .writer
巻頭言	3	**ヒトを動かしカネを動かす** お茶の水女子大学名誉教授　篠塚英子
解説	4	**海外投資家、実は低パフォーマンス** 意外にしぶとい個人投資家の逆張り手法 龍谷大学経済学部教授　竹中正治
column 照一隅	9	**転機の金融リサーチ** 丈夫理
キーパーソン	9	**電通**
インタビュー	10	**日本の魅力に磨きを** 大正大の清水教授にインバウンド対策を聞く
column 藤原作弥のカラム・コラム	12	**日米マスコミ（対策）事情**
探針（Probe）	13	**「総裁候補」石破、岸田両氏に動き** 存在感、知名度向上目指す
解説	14	**公平な負担と給付適正化へ** 社会保障改革、そろりと第一歩 大和総研　主席研究員　鈴木　準
column Vox Femina	18	**トランプ政権対主力メディア戦争** アメリカン・エンタープライズ公共政策研究所客員研究員　加瀬みき
経済東奔西走	19	**16年訪台観光客、過去最高に【台湾】** 蔡政権発足で中国人は大幅減
北風南風	20	**地方創生で提携（四国）** 各行の強み結集―四国の地銀4行

本誌掲載記事・写真などの無断複写、複製、転載を禁じます。

海外投資家、実は低パフォーマンス

意外にしぶとい個人投資家の逆張り手法

日本の株式市場において海外投資家層の売買シェアは6～7割近くを占め、「外国人の買いが増えると株価は上がり、彼らが売ると下がる」といわれている。一見、日本の株式動向を支配しているように見える海外投資家層であるが、果たして彼らは市場平均を上回るような投資パフォーマンスを挙げているのだろうか。

東証データに基づいて2000年以降の海外投資家層全体のパフォーマンスを推計したところ、意外にもそのパフォーマンスは定額積立投資と呼ばれる基礎的な投資手法に比較して見劣りすることが分かった。一方、相対的に高いパフォーマンスを挙げているのは、実は国内個人投資家層である。

龍谷大学経済学部教授
竹中正治
たけなか・まさはる　79年東大経卒、東京三菱銀行(現三菱東京UFJ銀行)為替資金部次長、調査部次長、ワシントン駐在員事務所長などを経て、07年1月国際通貨研究所チーフエコノミスト。09年4月から現職。12年京都大学博士(経済学)。著作に「稼ぐ経済学」(光文社)、「なぜ人は市場に踊らされるのか?」(日本経済新聞出版社)など。

行動特性の違い

日本の株式市場において、海外投資家は一般に順張り(momentum investing)志向が強いといわれている。近年の例では、12年12月の総選挙で自民、公明両党が勝利し、安倍内閣が発足、「アベノミクス」で脱デフレ、円高修正、景気回復策を打ち出すと、それに乗って積極的な日本株買いに動き、株高トレンドを引き起こした主力は海外投資家の買いだった。つまり、株価が上がりそうな変化を捉えて買い始め、上げトレンドが続く限り買いを持続、下げ始めると売りを持続するトレンド適応型の投資スタイルである。

一方、日本の個人投資家は総じて逆張り(contrarian investing)志向で、株価が下がると買い、上がると売りの投資行動が目立つ。これは市場関係者の間で昔から語られてきたことだ。

この点をまず検証してみよう。図表1と2は東京証券取引所が公開している投資部門別売買状況のデータに基づき、海外投資家層、並びに個人投資家層の月次のネット売買額を横軸に取り、東証株価指数(TOPIX)の前月末の変化率(%)を縦軸に取ったものである。

海外投資家の分布(図表1)はTOPIXの変化とネット売買差額の関係が右肩上がりの正の相関(相関係数0・555、決定係数0・308)で有意な関係性が見られる。つまり、「買えば株価が上がり、株価が上がれば買う」という順張り型になっている。

一方、国内個人投資家については、両者が負の相関となっている(相関係数マイナス0・602、決定係数0・362)。つまり株価が「下がると買う、上がると売る」という逆張り型の投資行動だ。

海外勢のパフォーマンス推計

海外投資家と国内個人投資家はその対照的な投資手法で、それぞれどの程度の投資パフォーマンスを挙げているのだろうか。一般には海外投資家が買う時は株価が上がり、売りに転じる時は下がるので、海外投資家が投資パフォーマンスでも優位に立っているとイメージされている。

まず、東証における海外投資家全体の投資パフォーマンスを推計してみよう。海外投資家の日本株の売買については、図表1と同様に東証の投資部門別売買状況データから月次のネット売買差額を用いる。売買価格については、TOPIXの月間高値と安値の平均値を採用する。つまり、ある月の海外投資家の日本株売買が、ネット買い越し5000億円なら、その月のTOPIXの高値・安値の平均値で5000億円買い越したとして、月間データで累積投資額を計算する。

もちろん、個別には高値圏で売買している投資家から安値圏で売買している投資家まで分布しているわけだが、全体としては平均値近辺で売買していると見て想定としては妥当だろう。また、株式のポートフォリオ内訳も投資家ごとに異なるが、全体としてはTOPIXに近いポートフォリオ構成となっていると想定する。

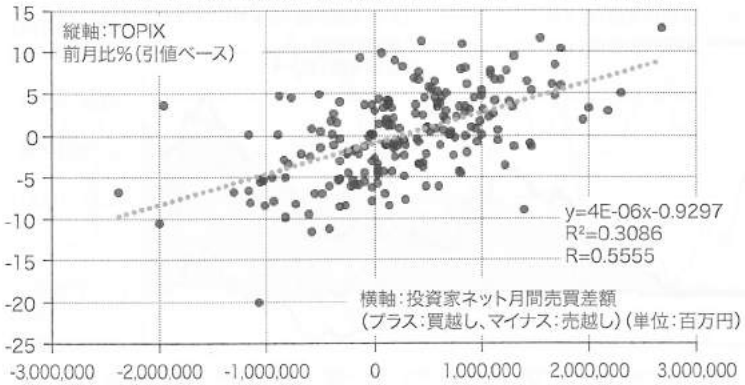
図表3がその結果である。グレーの部分が示す累計投資額の推移を見ると、海外投資家は03年から07年までの株価上昇過程で日本株を買い増し、08年から09年の下落局面で売り、その後は大きな変化はない。そして13年から再び積極的な買い増しに動き、15年夏からは再び売りに転じた後、17年11月の米国大統領選挙でトランプ氏勝利後にまた買いに転じている。正にTOPIXのトレンドに沿った動きである。もちろん、株価の変化と海外投資家の売買の因果関係は相互循環的なものであり、「買うから上がる、上がるから買う」（逆は逆）というポジティブ・フィードバックが働いていると考えられる。

海外投資家のネット売買額を2000年1月から累計すると17年1月の時点で56・5兆円となり、その時点の時価総額は70・2兆円、評価益はその差額で13・7兆円となる（配当収益を含まない。以下同様）。資産時価総額の累計投資額に対する倍率は1・24倍で、内部収益率で計測した年率リターン（配当含まず）は2・5％である。

さて、この投資結果を何と比較すべきだろうか。当然ながら、投資のパフォーマンスは投資実行時点の価格水準と保有期間に依存する。対象期間としては十分な観測データが使える長期を選ぶとして、無数にあり得る起点の選び方次第で結果が違ってくる。

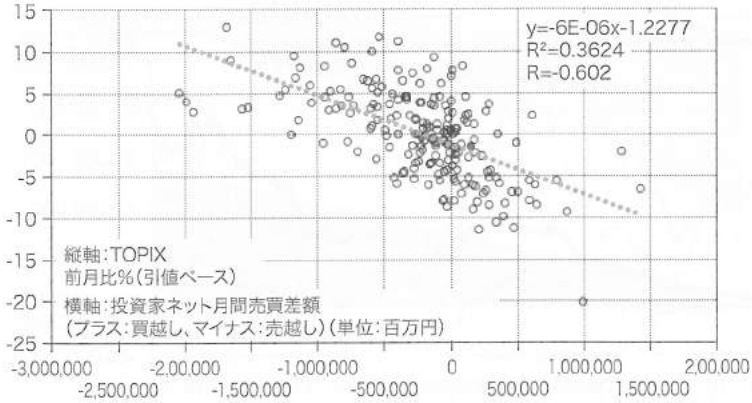
そこで、特定の起点に依存しない投資手法として定額積立法の投資パフォーマンスと比較してみよう。定額積立法とは、例えば毎月定額の投資を長期に行い、投資残高を累積させていく投資手法だ。特定の起点の株価水準に依存しないので、投資の

〈図表1〉海外投資家の月間ネット売買差額とTOPIXの前月比変化（2000年1月～17年1月）



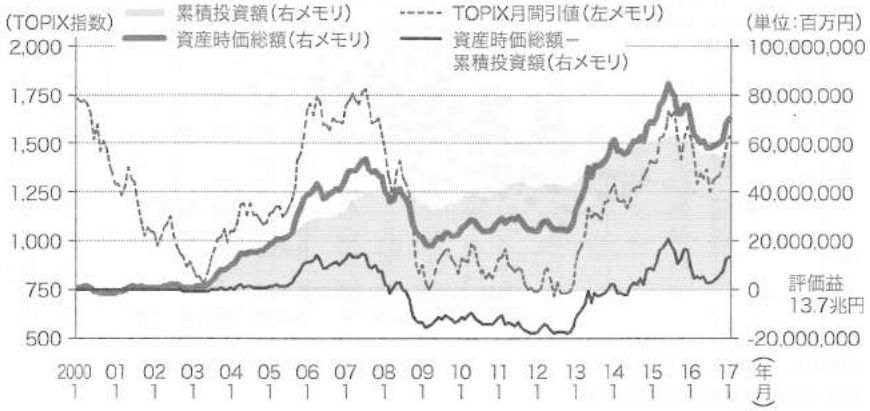
（出所）東証、投資部門別売買状況

〈図表2〉個人投資家の月間ネット売買差額とTOPIXの前月比変化（2000年1月～17年1月）



（出所）東証、投資部門別売買状況

〈図表3〉海外投資家の東証株式売買実績と評価損益の推計（円建てベース）



(出所)東証

タイミングリスクを平準化できるのが最大の特徴である。

比較参照として、同じ期間について毎月定額をTOPIXに投資した場合の結果が図表4である。2000年1月から毎月2756億円定額で同様にTOPIXに投資すると、17年1月時点で海外投資家と同じ累計投資額56・5兆円になる。評価益は21・2兆円、時価資産総額／累積投資額は1・38倍、内部収益率は3・9%となった。明らかに前記の海外投資家の投資リターンより高い結果となった。

なお、定額積立投資の場合、月間の高値・安値は事前には分からないので、通常は「月末で買う」という想定をするが、ここでは比較のために海外投資家と同じ月間の高値・安値の平均値で買う想定にした。念のために月末で買う想定でも定額積立投資の結果を計算してみたが、違いは僅少だった。

リスク勘案後も海外勢は劣後

さて、ここで海外投資家層全体の投資パフォーマンスは、機械的な定額積立投資に劣ると判断してよいだろうか。この段階でそう判断するのは早すぎる。海外投資家層はその売買によって、株式投資のリスク（変動性）を定額積立投資の場合よりも低下させているかもしれない。そうであれば、リターンが低くなることに合理性があり得る。

そこで双方の投資パフォーマンスのリスクとして、資産時価総額／累積投資額の変動性を標準偏差として計算してみた。図表5がそれぞれの比率の推移だ。2000年から最初の5年間ほどは、どちらが高い場合もあるが、期間が長くなるにつれて定額積立投資が優位になる。このデータの標準偏差を計測したところ、わずかに海外投資家の実績の方が低いが、前記のリターン格差を正当化できるほどのものではない。

定額積立投資の標準偏差＝0・2523

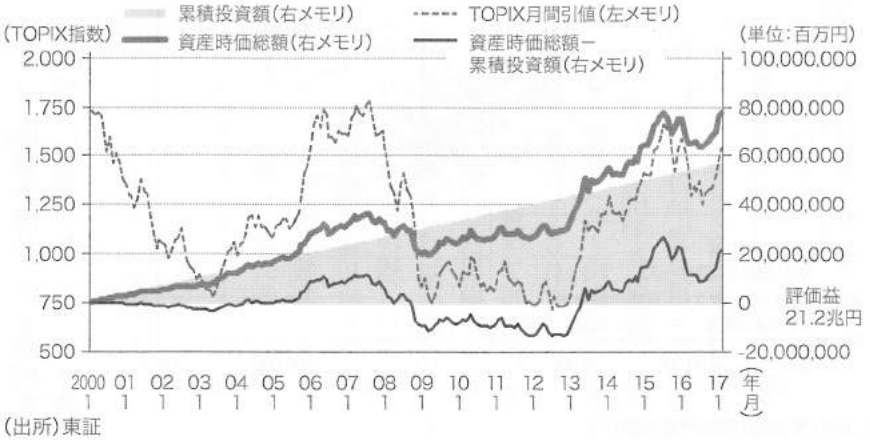
海外投資家の実績標準偏差＝0・2507

リターンをリスクで除したシャープレシオ（リスク勘案後のリターン）は、定額積立投資が15・5%、海外投資家の実績は10・0%であり、やはり定額積立投資の方が高い（計算において無リスク資産のリターンはゼロと想定している）。

定額積立投資のシャープレシオ：3・9%／0・2523＝15・5%

海外投資家のシャープレシオ：2・5%／0・2507＝10・0%

〈図表4〉定額積立投資の評価損益の推計（円建てベース）



(出所)東証

もう1点検討する要素がある。海外投資家は円建てベースの投資結果ではなく、ドル建てベースの投資結果を基準に考えている場合が多く、その点を勘案すると結果は違ってく

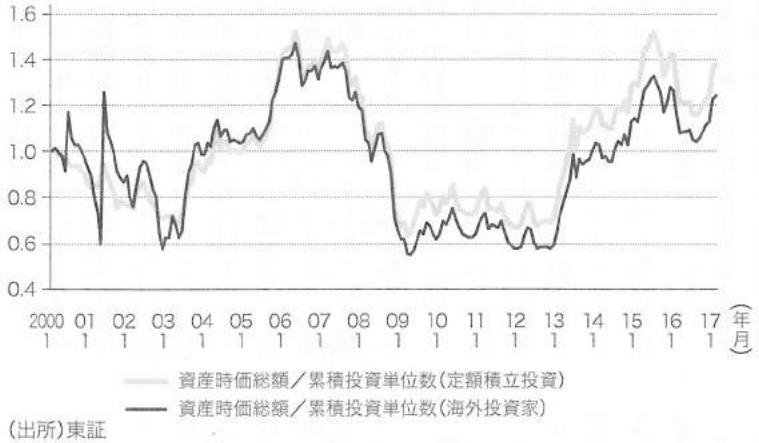
るかもしれない。そこでTOPIXの値（月間高値と安値の平均値）を毎月のドル円相場（同様に月間高値と安値の平均値）で除したドル換算ベースTOPIXを用いて、同様に海外投資家の投資実績の推計とドルベース定額積立投資の結果を比べてみた。

図表を含めた詳細は省略するが、海外投資家のドル建てベースの投資結果は、17年1月時点で、資産時価総額／累計投資額は1・15倍、ドル建て定額積立投資は1・23倍となり、やはり定額積立投資に劣後する結果となった。円建ての場合、同様に計算したリスク（標準偏差）は、海外投資家の実績推計の方が、やはりやや低めになったが、投資リターンの低さを正当化できるほどではなかった。

以上の投資パフォーマンスの推計について、海外投資家は現物と先物の裁定取引なども大規模になっているので、それも含めないと正しい投資パフォーマンスは計算できないのではないかという疑問を抱く読者もいるであろう。

残念ながら、先物取引との裁定取引も含めた売買データは開示されていない。しかしながら、そうした裁定取引は現物売買が益になる場合も損になる場合もあるが、ほとんど短期で造成と手仕舞いが繰り返されている。従って、この推計期間のように十分長期ならば、裁定取引による売買損益はおおむねチャラになると考えてもよいだろう。

〈図表5〉資産時価総額／累積投資額
海外投資家実績と定額積立投資の比較



（出所）東証

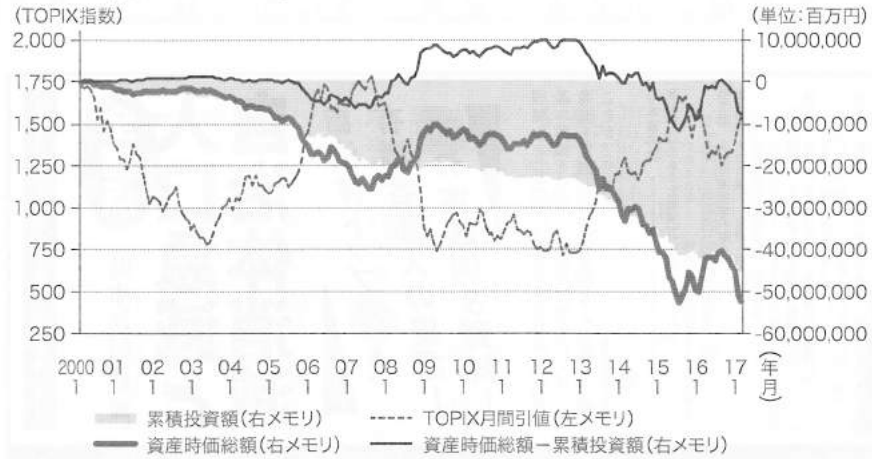
結論として、海外投資家層全体の期間の日本株投資のパフォーマンスは、機械的な定額積立投資の場合よりも劣後している可能性が極めて高いと言えるだろう。つまり、海外投資家は定額積立投資に比べて、安値圏で売って、高値圏で買っている部分があり、その分だけ投資のパフォーマンスが低下しているのだ。

国内勢のパフォーマンス推計

次に、日本の個人投資家の株式投資パフォーマンスを同じ手法で推計してみよう。その際、海外投資家の場合と違って注意すべき点がある。国内個人投資家の東証株式における保有シェア（時価ベース）は2000年19・4％、15年17・5％であるが（東証データ）、2000～16年の期間についてフローで売り越しており、2000年からのネット売買差額を累計すると売り越し残高になることだ。

既存の保有株を売るだけでなく、創業経営者らは企業が上場した際、あるいはその後に売る株式などもあるので、上場市場で個人投資家が長期で売り越しになっていることは不自然なことではない。売り越しの場合でも同じ推計方法が使えるので、「定額積立売却」との違い

〈図表6〉個人投資家の東証株式売買実績と評価損益の推計
（円建てベース）



（出所）東証

を比較することになる。

２０００年１月から17年１月までの個人投資家のネット累計売却額は45兆円であり、その17年１月時点の時価総額は52・７兆円である。つまり、売却した株式を買い戻すと７・７兆円の損失になる（図表６）。資産時価総額（ネットショート）／累積投資額（ネットショート）の比率は１・17である。この結果を見て、「やはり個人投資家は安く売って損をしているのか」と勘違いしてはいけない。評価損になっているのは対象期間において現在は株価が高値圏にあるからであり、投資パフォーマンスの評価は定額売却を行った場合と比べてみる必要がある。

２０００年１月から毎月２１９７億円定額売却をすると、17年１月時点で同様に45兆円の累積売却額になる。その17年１月時点の時価総額は61・９兆円である。つまり売却した株を全部買い戻すと16・９兆円の損失になる。資産時価総額（ネットショート）／累積投資額（ネットショート）の比率は１・38だ。つまり定額売却よりも個人投資家の実績の方が評価損が小さく、パフォーマンスが良いということになる。

これは明らかに個人投資家が、株価の安値圏では相対的に売りを抑制し買い増す一方で、高値圏では買いよりも売りを増やすという逆張り投資の結果である。実際、図表６に示された累積売却額の推移を見ると、株価が安値圏で推移した01～02年や09～12年は売却は抑制され、株価が上昇した04～07年や13～15年の売却が増えている。

個人投資家の投資行動

もちろん、個人投資家も均質ではない。以上のような長期逆張りの売買動向は、全体をならしてみて観測される傾向にすぎない。「個人投資家の意識等に関するＷｅｂアンケート調査の属性分析」（12年２月）によると、株式運用（購入）の開始について「過去１週間で株価が２割程度下落した場合に運用を開始する」という回答が最も多く40％を占め（複数選択式解答）、逆張り志向の強さが見られる。

ただし「株価の下落が運用開始のサイン」とするグループ（逆張り派）と同時に「株価の上昇が運用開始のサイン」とするグループ（順張り派）がいる。その両者の属性を比較すると後者（順張り派）は前者（逆張り派）に比べて、「（相対的に）低所得で、隣近所の人の話を信用し、新聞・ブログ／ツイッターを頻繁に見て、格付けは参考にするが財務諸表や経済指標は見ず、金融経済の仕組みについて知識はないと自覚しているが、自信過剰であり、インターネットによらない取引を頻繁に行い、将来の所得の伸びは高いと予想しており、危険回避度が低い」という属性が報告されている。比較結果なので、逆張り派の属性はこの反対である。

これは実に興味深い結果だ。筆者自身は典型的な長期逆張り型の株式投資をしており、このスタイルが１９９０年代以降、平均でゼロインフレであり、株価が右肩上がりの超長期トレンドを失った日本の株式相場環境に適した投資スタイルだと判断している。

引用文献

神津多可思、竹村敏彦、武田浩一「個人投資家の意識等に関するＷｅｂアンケート調査の属性分析」（関西大学ソシオネットワーク戦略研究機構、ISSN 1884-9946、２０１２年２月）

２０４０年「ふるさと生き残り」の条件とは？

全論点

時事通信社［編］

人口急減と自治体消滅

自治体トップ24人、有識者36人の提言！76の実践例＆資料！

根拠なき「悲観論」は益にはならない。国民が基本認識を共有し、適切な対策を打てば、人口急減を回避し、将来安定的な人口規模を得ることができる。（増田寛也氏）

◎本書内容

第Ⅰ部 「ふるさと消滅」の衝撃
1. ２０４０年――「極点社会」が到来する（増田寛也）
2. ルポ――自治体に何が起きているか

第Ⅱ部 人口急減社会の論点
第Ⅲ部 人口急減――克服への提言
1. 知事に聞く「地方創生」の具体論
2. 市町村長に聞く「わがまち」の少子化・人口流出対策
3. 解説――人口急減に対する国の施策

第Ⅳ部 動き出した自治体――生き残りを目指して
1. ルポ――魅力ある地域づくり
2. 『わがまち』の人口減対策 News & Data

第Ⅴ部 座談会――人口減少社会の今、何をなすべきか

●A5判・388頁
●本体価格2800円（税別）

時事通信社　時事通信出版局 営業企画部　東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル4階　TEL 03-5565-2155　FAX 03-5565-2168
http://book.jiji.com/