

TOPIXとの連動性を用いた投資戦略

辻 幸民(慶應義塾大学)

元利 大輔(イボットソン・ジャパン)

近年、東証1部株価指数(以下、TOPIXと略称)は特定の業種ないしは銘柄の株価動向に強く影響を受けている、という旨の指摘がよくなされる。元来、株価指数とは株式市場全体の動向を指し示す物差しであるべきで、市場の平均的な姿を数値化していることが望ましい。もしこの指摘が本当なら、株価指数は本来の機能を十分に果たしてないと考えられることができるかもしれない。しかしTOPIXは加重平均型の株価指数である。加重平均型の株価指数とは、発行済み株式数をウェイト(重み)にして株価の平均値を求めたものであるから、株価に発行済み株式数を乗じた株式時価総額の大きな業種ないしは銘柄が、時価総額の小さなものより、TOPIXに大きな影響を及ぼすのはある意味当然のことともいえよう。

問題は、TOPIXが特定の業種・銘柄から、常に大きな影響を受けているかどうかという点である。もしごく一部の限定されたグループの株価動向が常にTOPIXの動向に影響を及ぼし続けているなら、確かにTOPIXは市場全体の姿を現した尺度としては問題のあることになる。それでは実際に、TOPIXは特定グループの値動きと連動しているといえるのであろうか。この報告では、まずこの点を時系列分析の共変分析を使って検証したい。

我々の試みた連動性の検証では、TOPIXと連動関係を持つとみなせるケースが多数見出される。もしTOPIXと業種平均との連動関係が広く存在しているなら、この観察事実は投資戦略として利用可能なのではなからうか。この報告の2番目の目的は、TOPIXとの連動関係を利用した投資戦略を用いることで、本当に利益が得られるかどうかをシミュレーションにより確認することである。近年、ウィナールーザー仮説ないしはコントラリアン・モーメンタムといった投資戦略の研究が、米国を中心に盛んである。これら投資戦略と我々の試みた投資戦略とでは、ポートフォリオを構成する要素の構成比率の決定方法に大きな違いがある。この違いは、投資戦略により生み出される実際の利益にどのような差異をもたらすか。この報告におけるシミュレーションの対象は、1999年12月から2004年6月までの期間についてのTOPIXおよび業種平均株価である。この期間はITバブルの頂上を起点としているため、TOPIXの変化率は年率7.0%のマイナスを記録している。もし単純なパッシブ運用であったなら、その運用成果はTOPIXと同様のマイナス収益率であったであろう。それでは、これら投資戦略は、これをディフェンスするようなパフォーマンスを発揮できたのであろうか。