

## (年金運用)： 2008 年日本株投資戦略 ～バリューは復活するか?～

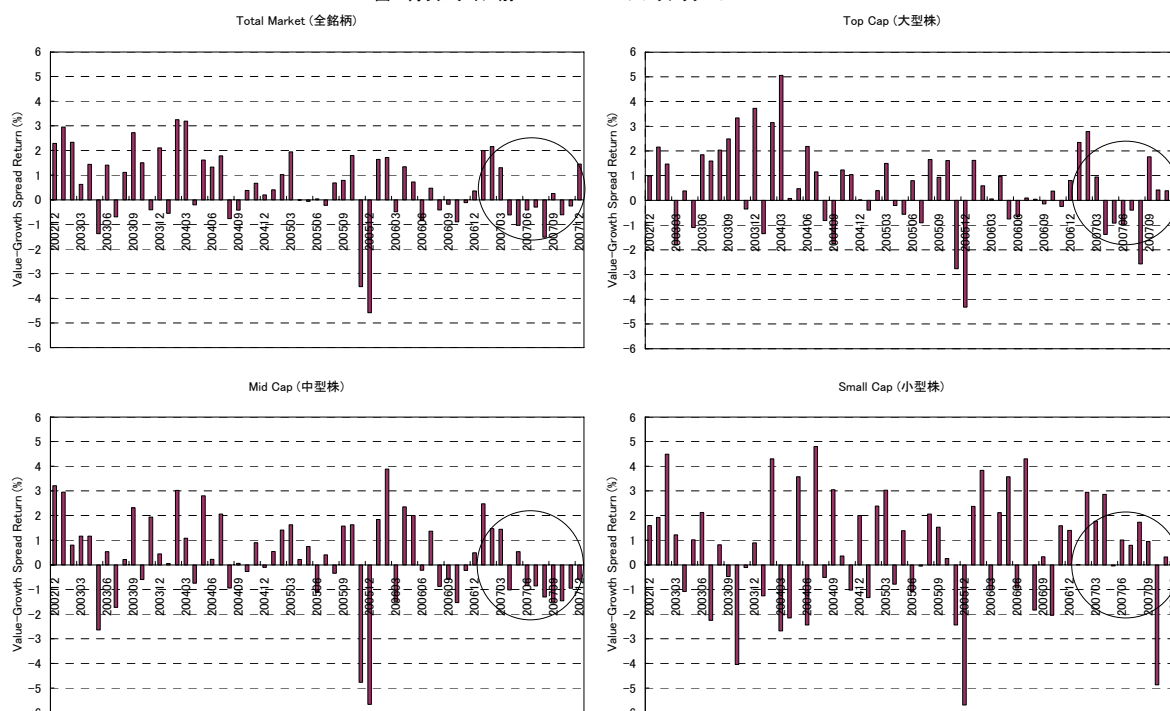
2007 年後半の日本株市場では、バリュー効果の大幅低下傾向が見受けられた。バリューファクターの季節性の観点からは、今年も前半にバリュー効果が復活するのか注目される。

2007 年は日本株市場の指数である TOPIX が 5 年ぶりに下落し、2008 年の大発会は大幅な下落のスタートとなった。昨年は米国発サブプライムローン問題や米国の景気後退懸念など外部環境が急変し、株式市場ではロングショート型やマーケットニュートラル型のクオンツ系ヘッジファンドの運用成績が特に悪化した。そこで、スタイルやファクターといったクオンツ分析により、2007 年の日本株市場を振り返り、2008 年に向けた投資戦略を考察した。

最初に、日本株市場のスタイルパフォーマンスについて振り返る。ラッセル・ノムラ日本株インデックス（配当込み）を用いて、図 1 に 2002 年末～2007 年末までの規模別スタイルによるスプレッドリターン(バリューとグロースのリターン差)を示した。

規模別にバリュー・グロースの優位性を見ると、Top Cap では春先から夏にかけてはグロースが優位であったが、他の時期はバリュー優位であった。Mid Cap は 4 月以降グロース優位な相場が続き、Small Cap では 10 月以外はバリュー優位となった。過去を振り返ると、バリュー・グロースのスプレッドリターンの符号は各規模別でも同時期にほぼ同じ傾向を示していたが、昨年は各規模別でバリュー、グロースの物色動向が大きく異なる現象が見受けられた。

図1. 月次スタイル別Value-Growthスプレッドリターン

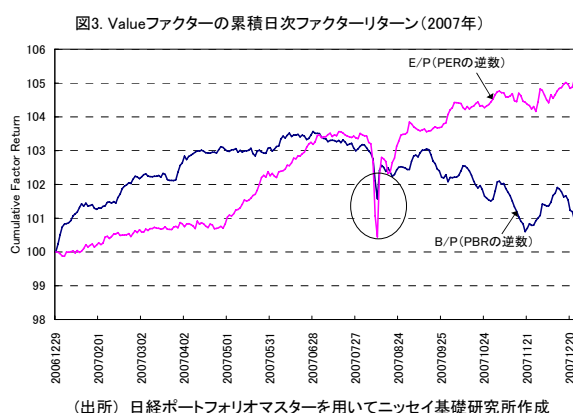
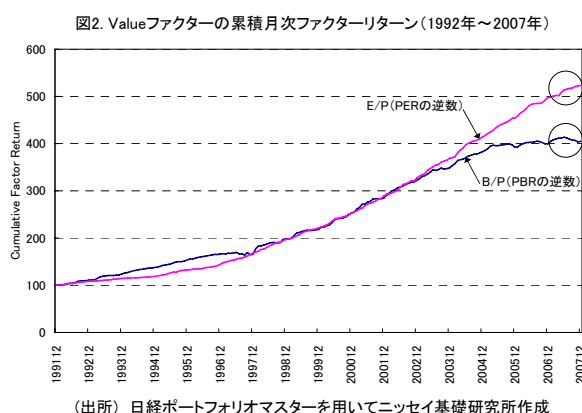


(出所) 野村証券金融工学研究センター

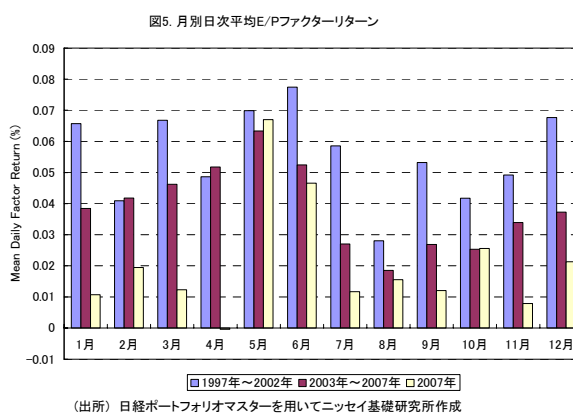
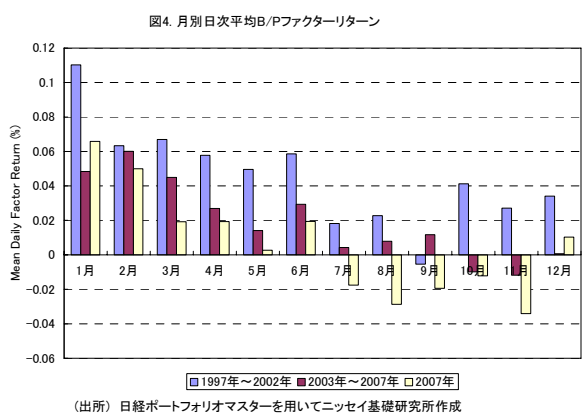
バリュー・グロースの分類には、ラッセル・ノムラ日本株インデックスでは修正 PBR が用いられているが、次にバリューファクターを用いたミクロの視点でマーケット分析を行った。

図2に代表的なバリュファクターであるB/P（PBRの逆数）とE/P（PERの逆数）の東証1部銘柄の累積ファクターリターンを示した。1992年から振り返ると、両ファクターは右肩上がりの傾向を示し、日本市場に強いバリュ・アノマリーが働いていることが分かる。しかし、2004年4月に導入された四半期決算の影響か、投資家の関心は各四半期の利益に移り、近年はB/Pの累積ファクターリターンが横ばいとなり、E/Pの累積ファクターリターンも傾きがやや小さくなり、バリュ・アノマリーの効果が弱まってきたと言えるだろう。

特に2007年単年の累積ファクターリターン（図3）を分析すると、両ファクターは7月まで堅調に上昇してきたものの、8月10日前後に大きく落ち込んでいる。証券実務界や学会の認識では、一部のクオンツ系ヘッジファンドによる大量のポジション解消が原因と言われている。その後はE/Pの累積ファクターリターンが回復する一方、B/Pの累積ファクターリターンは低下傾向のままである。



最後に、バリュファクターの季節性を分析した。図4、図5にB/Pファクター、E/Pファクターについて1997年～2002年、2003年～2007年および2007年の月別ファクターリターンの日次平均を示した。B/Pのファクターリターンは1月～4月に大幅なプラスで、夏場以降は年前半に比べて低下する傾向が以前から見られたが、2007年はマイナスにまでなった。他方、E/Pのファクターリターンも、夏場以降は年前半に比べて、低下する傾向が見られた。



このように、過去の分析からは、年前半にバリュ・アノマリーがあると考えられるが、今年も例年同様に年前半にバリュ効果が復活するかに注目したい。

(伊藤 拓之)