

基礎研 レター

波乱の兆し？

不透明な株式市場との向き合い方

金融研究部 チーフ株式ストラテジスト 井出 真吾
(03)3512-1852 side@nli-research.co.jp

<要約>

株式市場の不安定な状態が続いている。背景には中国はじめ世界経済の減速懸念やアメリカの利上げ時期が依然として不透明なことがあろう。一部にはリーマンショックの再来を心配する声もある。

そこで、直近とリーマンショック時の株式市場の動向を比較したところ、いくつかの類似点が見付かった。危険を察知した一部の投資家の行動が現れているのかもしれない。

無論、これらの類似性は一部の状況証拠に過ぎず、他の指標ではリーマンショック時と異なる点も多い。現時点では近い将来に波乱相場に陥るとは思っていないが、米利上げなど何かをきっかけに波乱相場が訪れないとも限らない。過度な悲観は良い結果をもたらさないが、視界不良だけに慎重姿勢も忘れずにいたい。

1—はじめに

1 | 分析の目的と分析方法

アベノミクス開始以降の日本株市場は大きく上昇し、今年6月には日経平均が1996年12月以来の2万1,000円に迫る場面もあった。しかし、その後は米国の利上げを巡る思惑や中国をはじめとする世界的な景気減速懸念から株を売る動きが加速し、9月29日には1万7,000円を下回った。

足元では中国経済に対する過度な懸念の後退や米利上げ時期の後ずれ期待などから1万8,000円台を回復したものの、リーマンショックのような波乱相場の再来を不安視する声も根強く残る。今後のヒントを得るため、足元の急落局面とリーマンショック時をファクター分析で比較した。

はじめに分析方法を説明する。ここでは、図1に示す分位分析という手法を用いた。具体的にはTOPIX500銘柄のある月のリターン（配当込み収益率）が高い順に並べ、上から100銘柄ずつ5つのグループに分ける。次に各グループの月初時点におけるPER（株価収益率）やROE（自己資本利益率）な

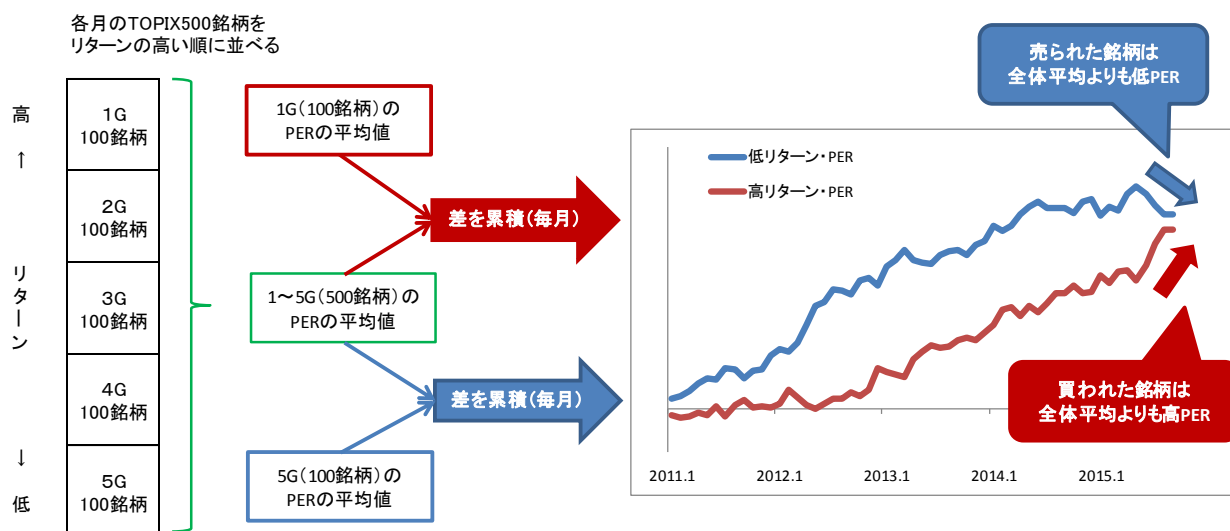
どの平均値と、500 銘柄全体の平均値との差を求める。

例えば、リターン上位 100 銘柄の平均 PER が 500 銘柄全体の平均 PER より高ければ、その月のリターンが高かった銘柄群は相対的に PER が高かったことになる。下位 100 銘柄についても同様に求める。こうして最も買われた銘柄や最も売られた銘柄の特性を調べることで、投資家行動の軌跡を浮き彫りにすることが分析の目的だ。

なお、図 3～図 7 は前述した「各月のリターン上位 100 銘柄または下位 100 銘柄と 500 銘柄全体の平均 PER 等の差」を累積したものなので、グラフの傾きが意味を持つ（グラフの水準自体は重要でない）。たとえば「高リターン・PER」のグラフが右上がりなら「リターン上位 100 銘柄は PER が相対的に高かった」ことを意味する。

誤解を招かぬよう念のため述べておくと、高リターン・PER のグラフが右上がりの状態を「買われた銘柄の PER が上がった」と捉えるのは間違いだ。値上がりした銘柄の PER が上がるのは当然で、それでは情報としての価値がほとんど無い。そうではなく、この分析は「買われた銘柄は、買われる前の時点で相対的に PER が高かった」ことを意味する。だからこそ、この分析によって投資家行動の軌跡を追うことができる。

【図 1】分析方法



(注) TOPIX500 構成銘柄および PER 等の指標は集計当時

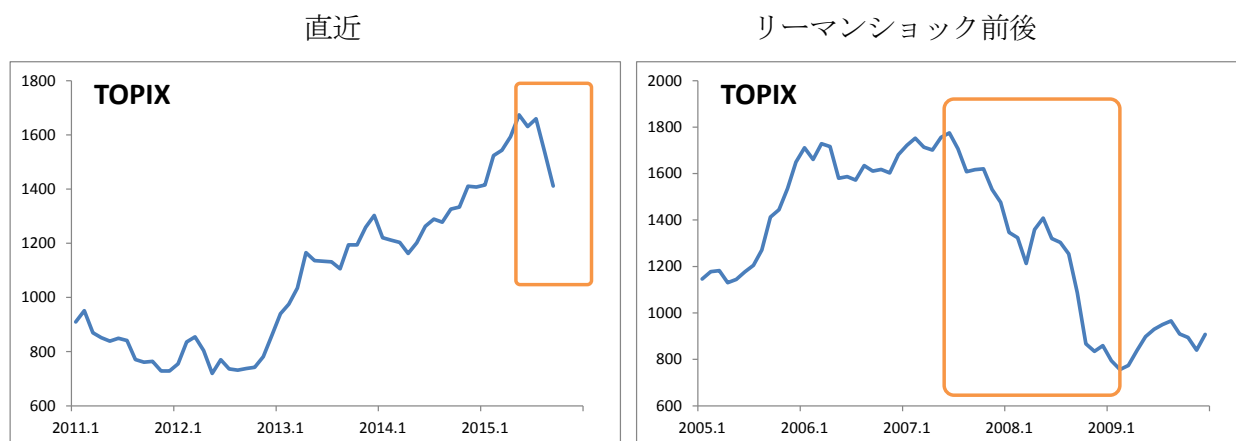
2—波乱相場の兆し？

1 | 株価の推移

分析結果を解釈しやすいように分析期間の株価推移を確認しておこう。図2の左側のグラフは直近（2011年1月～2015年9月）のTOPIXの推移だ。12年末のアベノミクス開始から株価は大きく値上がりしたが、15年6月に変調をきたし8月・9月に急落した。本稿は波乱相場に焦点を当てるのが目的なので15年6月～9月をオレンジ色の枠で囲ってある（図3～図7の枠囲いも同じ期間）。

同様に右側のグラフはリーマンショック前後（2005年1月～2009年12月）のTOPIXを示している。株価がリーマンショック前のピークをつけた2007年6月から株価が底入れする直前の2009年2月をオレンジ色の枠で囲ってある（図3～図7の枠囲いも同じ期間）。リーマンショックの約1年前、07年8月にパリバショックが発生したが、その頃から株価が急落した様子がわかる。以下では、急落前の株価上昇過程と急落時に買われた銘柄、売られた銘柄の特性を分析する。

【図2】分析期間におけるTOPIXの推移



（資料）日経NEEDSより筆者作成（特に記載がない限り以下の図も同様）

2 | 分析結果(1)・・・PER

分析結果を見てみよう。様々な角度から分析するため実際は20種類程度のファクターを用いたが、本稿では代表的なものを紹介する。図3は直近とリーマンショック前後における各月のリターン上位100銘柄および下位100銘柄の平均PERを示している（500銘柄全体の平均PERとの差の累計値）。

まず左側（直近）のグラフを見ると、株価急落期（オレンジ色の枠で囲った部分）より以前は高リターン・低リターンともに右上がりとなっており、リターン上位銘柄と下位銘柄ともに全体平均よりもPERが高かったことが分かる。また2013年以降は両者がほぼ並行していることから、アベノミクス以降は高リターン銘柄と低リターン銘柄の平均PERが同程度であったといえる。

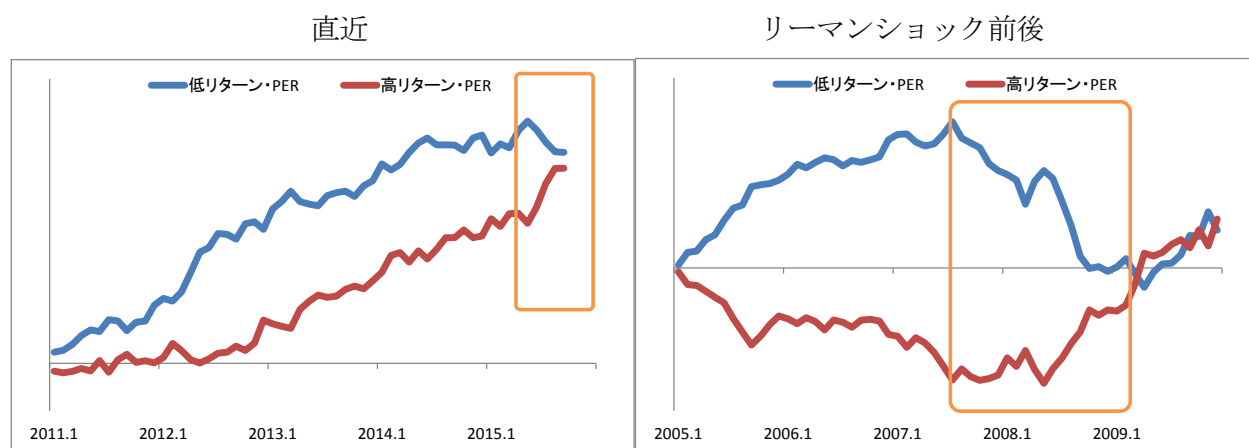
ところが、上昇基調だった株価に変化が現れた7月以降は高リターン銘柄の平均PERが更に高くな

った（グラフでは右上がりの傾きが大きくなった）一方で、低リターン銘柄は平均 PER が全体よりも低くなった（グラフが右下がりに転じた）。

この傾向はリーマンショックやその前年の状況に似ている。図3の右側のグラフでも株価下落局面（枠囲いした期間）は、高リターン・低リターンともにそれ以前とグラフの傾きが逆になっており、リターン上位 100 銘柄/下位 100 銘柄の特性が変わったことが鮮明だ。

注目すべきは低リターン銘柄で、直近、リーマンショック時ともに株価上昇局面（枠囲いした以前）はグラフが右上がり（全体平均よりも高 PER）だったのが、株価が急落する局面では右下がり（低 PER）になっている。一般に PER が低いほど割安とみなされるので、株価が急落するときに最も売られた銘柄は PER でみれば相対的に割安だったことになる。

【図3】リターン上位/下位銘柄の平均 PER（累計値）



（注）PER は今期予想ベース

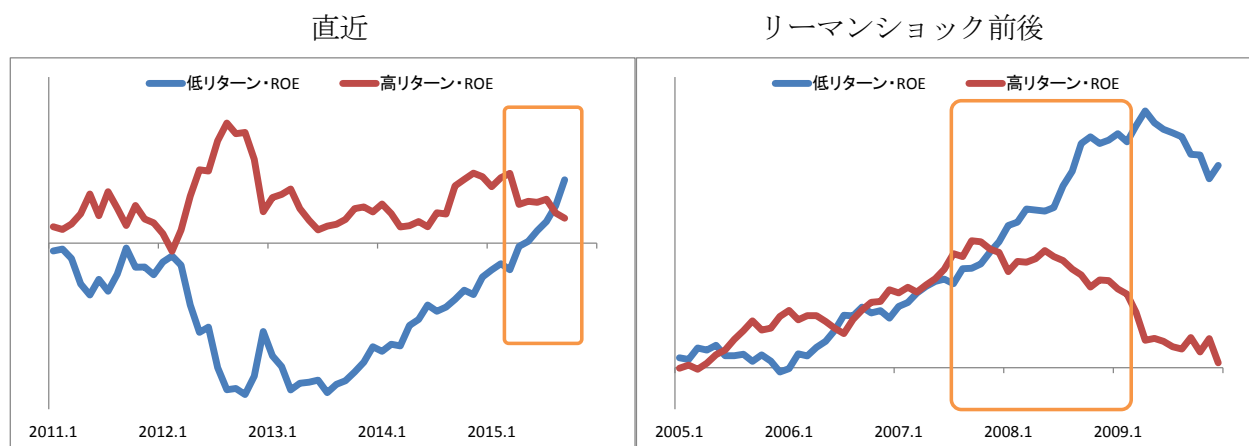
（資料）日経 NEEDS、IFIS より筆者作成

3 | 分析結果(2)・・・ROE

ROE（今期予想ベース）で同様に分析すると（図4）、2007年に株価が急落し始める前は高リターン銘柄と低リターン銘柄のグラフはほぼ重なって推移している。つまり、両者の平均 ROE は同程度であったことを意味するが、本来、ROE と株式リターンは直接的には関係ない（ROE の水準はリターン説明力がない）ので、この結果と整合的だ。

ところが、急落する局面で売られた銘柄は ROE が高く、買われた（売られにくかった）銘柄は ROE が低い。直近の株価急落時も下位 100 銘柄は高 ROE、上位 100 銘柄は低 ROE という類似した傾向がみられる。

【図4】リターン上位/下位銘柄の平均ROE（今期予想ベース、累計値）



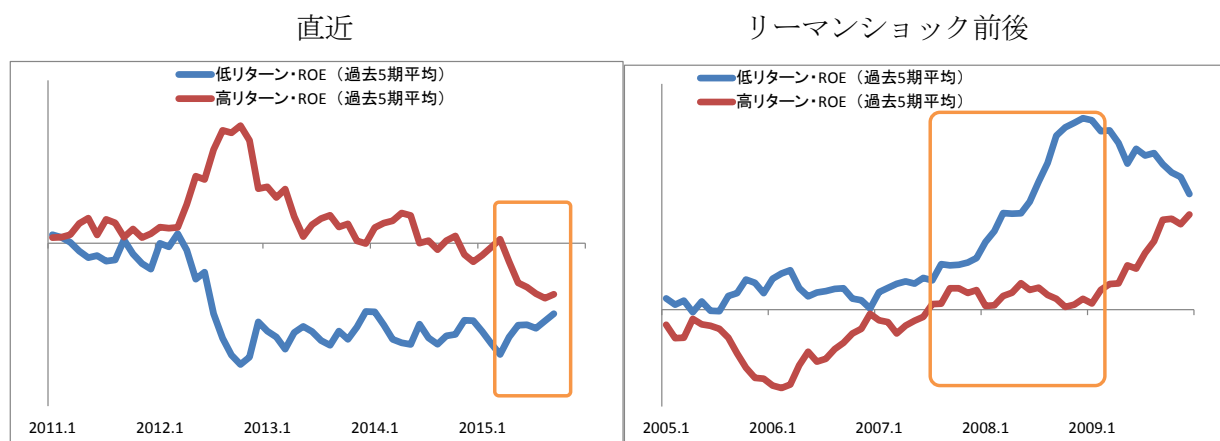
(注) ROE は今期予想ベース

(資料) 日経 NEEDS、IFIS より筆者作成

ここで、今期予想 ROE は一時的な業績変動の影響を受ける可能性がある。そこで、できるだけ企業の実力を反映させるため実績 5 期平均 ROE で分析したところ（図 5）、やはり株価急落局面では低リターン銘柄の平均 ROE が全体平均よりも高い（グラフが右上がり）結果となった。

このようにリスクオフの局面で高 ROE 銘柄が売られる理由としては、ROE が高い銘柄には輸出関連などグローバル景気や為替レートの影響を受けやすい企業が多いため、市場がリスクオフに傾くと将来の業績悪化や円高を嫌って売られやすいことが考えられる。また、時価総額が大きくて流動性が高い国際優良銘柄は海外投資家の保有比率も高いケースが多いので、売りが集中しやすいことも関係しているだろう。

【図5】リターン上位/下位銘柄の平均ROE（実績5期平均、累計値）



(注) ROE は各時点における直近 5 期実績の平均

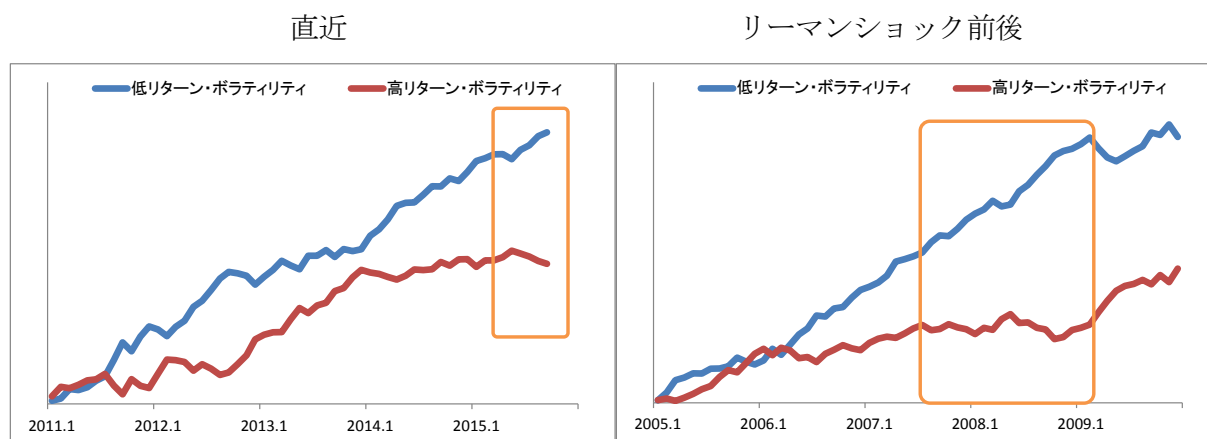
4 | 分析結果(3)・・・ボラティリティ

次にボラティリティ（株価変動率）をみてみよう。最近の研究でボラティリティが高い銘柄ほど長期的なリターンが低い傾向があることが明らかとなっている。図6でも、低リターン銘柄ほど右上がりの傾きが大きく、高リターン銘柄よりもボラティリティが高い様子がみられる。

ところが直近やリーマンショック時に共通してみられる現象として、株価が急落する局面ではこの傾向が強まる。低リターン銘柄のボラティリティには目立った変化がないが、高リターン銘柄はグラフが横ばい～右下がりになっていることから、全体平均と比べてボラティリティが低いことが分かる。

これは、株価が上昇する過程ではボラティリティがある程度高い銘柄でも値上がり期待から買われるが、ひとたびショックが起きると高ボラ銘柄が敬遠される一方、株価急落の懸念が相対的に小さい低ボラ銘柄が好まれる（売られにくい）ためであろう。

【図6】リターン上位/下位銘柄の平均ボラティリティ（累計値）



(注) ボラティリティは、過去60ヶ月の月次リターンの標準偏差

5 | 分析結果(4)・・・自己資本比率

最後に財務リスクとの関連性を調べるため自己資本比率による分析結果を示す（図7）。まず高リターン銘柄は直近・リーマンショック前後ともにグラフが右上がりなので、相対的に自己資本比率が高い点で共通している。

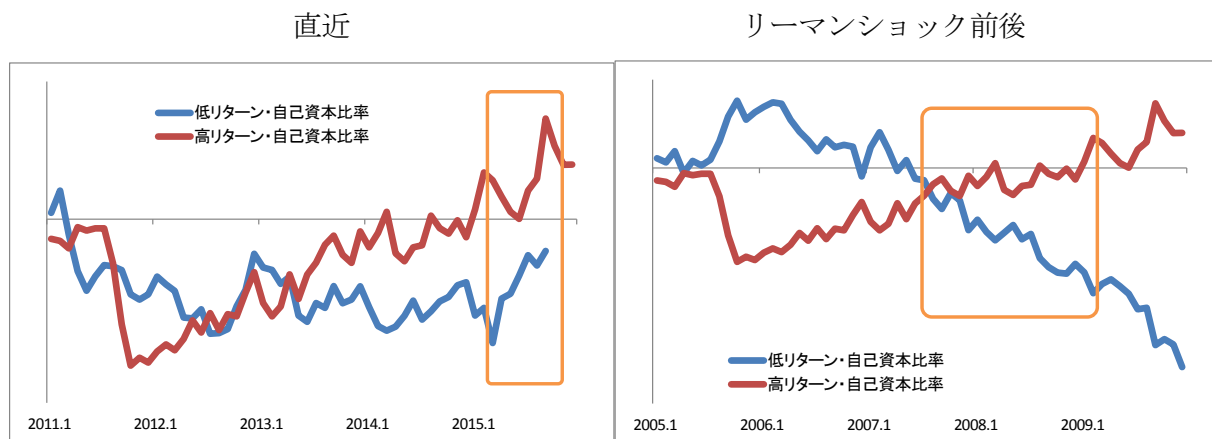
一方、低リターン銘柄は直近とリーマンショック前後で反対の傾向を示している。すなわちリーマンショック前後に売られた銘柄は自己資本比率が相対的に低いが、直近で売られた銘柄は自己資本比率が高く、その度合いは高リターン銘柄とあまり変わらない（グラフの右上がりの傾きが同程度）。

リーマンショック時は市場が信用リスクに敏感になっていたため、自己資本比率が低い（財務レバレッジが高く過剰負債な）企業が敬遠された様子がうかがえる。リーマンショック時に限らず、景気

後退局面でたびたび観察される現象だ。

現在はどうか。中国経済の成長鈍化や世界的な景気減速が懸念され始めてはいるものの、信用リスクや金融危機のようなシステムティック・リスクが顕在化する状態には至っていない。このため、自己資本比率が低いという理由で売られる銘柄は少ないのだろう。

【図7】リターン上位/下位銘柄の自己資本比率（累計値）



3—ショックに強い業種、弱い業種

仮に波乱相場が再来した場合に備えて、リーマンショック時の業種別の株価推移を確認しておこう。図8に示したように、パリバショック直前の07年6月末～株価が底入れした09年3月の騰落率ワースト3は不動産、鉄鋼・非鉄、金融（除く銀行）で7割近い下落率であった。ワースト3にこそ入らなかったものの、TOPIXより大きく下落したのは銀行、機械、電機・精密、商社・卸売、自動車・輸送機で、いずれも輸出関連・景気敏感セクターと呼ばれる業種だ。

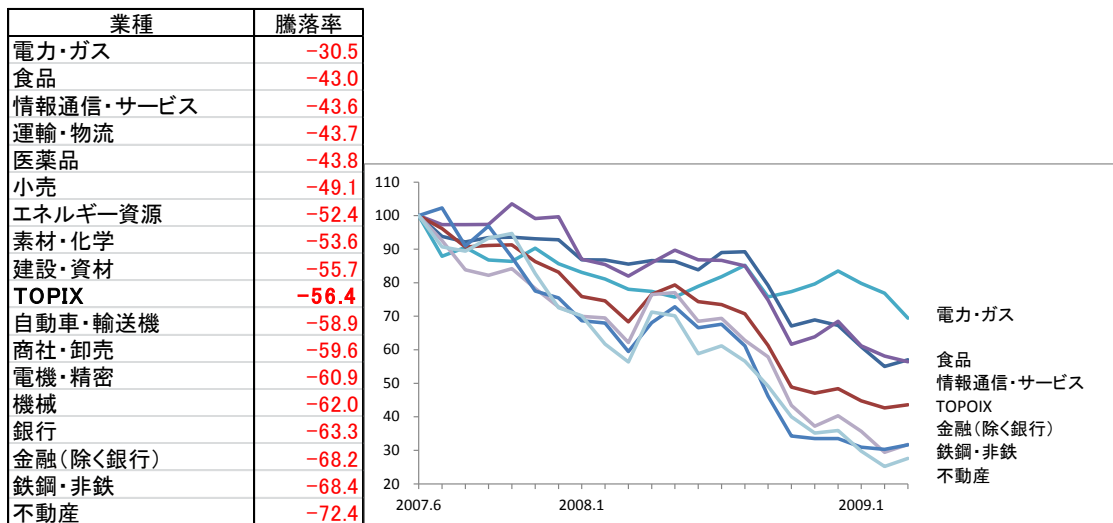
一方、値下がり率が小さかったのは、電力・ガス、食品、情報通信・サービス、運輸・物流、医薬品で、一般的にこれらの業種は下落相場に強いことから内需・ディフェンシブ・セクターと呼ばれる。

ここから2つのことが読み取れる。1つはリーマンショックのように数年に一度という頻度で発生し、マグニチュードが大きくかつ急激な下落相場でもディフェンシブな業種が相対的に強く、輸出関連や景気敏感セクターのほうが下落率が大きいことが確認できる。もう1つは、最終的に大きく値下がりした業種はショック当初から下落率が大きく、株価が底入れするまでディフェンシブ業種とのかい離が開く一方であった。

株式市場が上昇・安定しているときは成長期待・値上がり期待から輸出関連・景気敏感株が注目されやすいが、ひとまずショックが起きるとこれらの業種ほど急速に値下がりする可能性が高い。教科書的どおりショックに備えて投資資金の一部をディフェンシブ銘柄にシフトするとリスク分散が図れ

よう。また、ショックの発生を感知した場合は、景気敏感セクターほど早めに損切りすることが肝要だということが示唆される。

【図8】業種別株価指数の推移



(注) 東証17業種別株価指数、騰落率の単位は%、グラフは07年6月末=100として指数化

(資料) 日経NEEDSより筆者作成

4—まとめ…波乱相場に陥る可能性を踏まえて

本稿では、高リターン（買われた）銘柄と低リターン（売られた）銘柄の特性をPER（バリュエーション＝業績対比の割安度）、ROE（資本効率性）、ボラティリティ（株価変動リスク）、自己資本比率（財務リスク）の観点から現在とリーマンショック時を比較した。

その結果、PER、ROE、ボラティリティにおいて、直近の株価急落局面がリーマンショックもしくはその前兆である07年8月のパリバショック前後と類似している様子がみられた。特に、最も売られた銘柄群の特性が似ていることから、波乱相場の兆候とみることもできそうだ。

ただし、これらの類似性は一部の状況証拠に過ぎず、他の指標ではリーマンショック時と異なる点も多い。特に分析結果(4)で示した自己資本比率に関しては現在とリーマンショック時で正反対の結果が示されており、この点は現在とリーマンショック時との決定的な違いと考えられる。

すなわち、リーマンショック時は信用リスク不安の顕在化により急速な信用収縮が起きたため、投資マネーが株式市場に限らずリスク性資産から一目散に逃げ出した。現在とはいうと、原油など資源価格の急落を背景にグレンコア（スイスの資源商社）の信用不安が取り沙汰されている程度だ。ましてや日本企業に関しては大型企業の信用力を疑問視する声は聞かれない。

現時点の延長線上に波乱相場が待ち構えているとは思わないが、今後、空前の金融緩和で膨張した米企業の債務残高が問題視されたり、新興国経済の急減速や通貨安、もしくは資源安に起因する大型のデフォルトなど、何かをきっかけに波乱相場が訪れないとも限らない。もしかすると、本稿で示した足元の株式市場の動向は、こうした危険を察知した一部の投資家の行動の現れかもしれない。過度な悲観は良い結果をもたらさないが、“備えあれば憂いなし”も忘れずに市場と向き合いたい。

以上