

(資産運用)：続かなかったバリュー株相場

日本の株式市場では、2016 年後半にバリュー株相場になった。ただ、長くは続かず 2017 年の春以降は再びグロース株優位が続いている。バリュー株相場になった要因を踏まえた上で足元の状況を勘案すると、当面、バリュー株に厳しい状況が続く可能性が高いだろう。

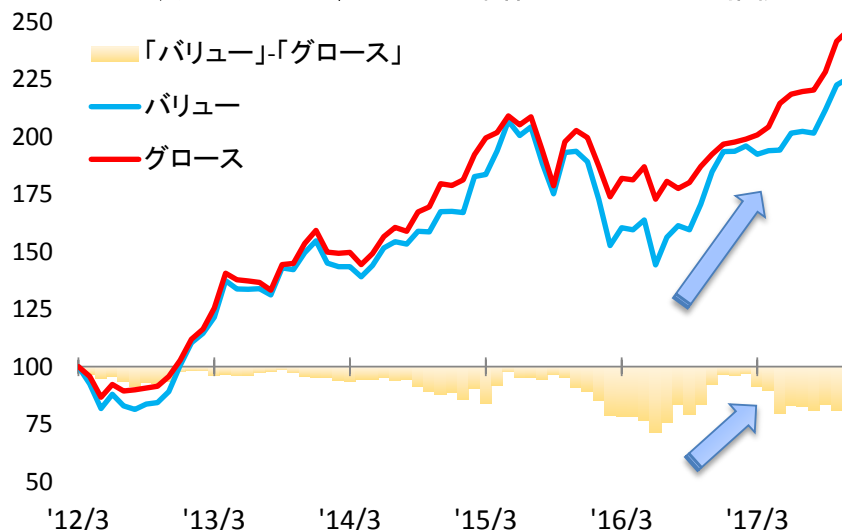
アベノミクス相場が始まった 2012 年以降、日本の株式市場では PBR が相対的に低い銘柄（以後、バリュー株）のパフォーマンスが、PBR が相対的に高い銘柄（以後、グロース株）に劣後する展開が続いていた。それが、2016 年後半にバリュー株がグロース株を顕著に上回るパフォーマンスを上げ、約半年ほどバリュー株相場となった。

実際に Russell/Nomura 日本株インデックスのバリュー指数とグロース指数の推移を確認すると、2012 年 4 月から 2016 年 6 月頃までグロース指数のパフォーマンスが概ね優位であったことが分かる（図表 1）。バリュー指数とグロース指数の 2012 年 3 月末からの累積リターンの差が、2016 年 6 月には 30% に迫った。それが 2016 年 7 月以降、市場全体が上昇する中でバリュー指数の反発が特に大きく、一時 30% 近くあった累積リターンの差が、2017 年年初にはあと少しで解消するまで差が詰った。

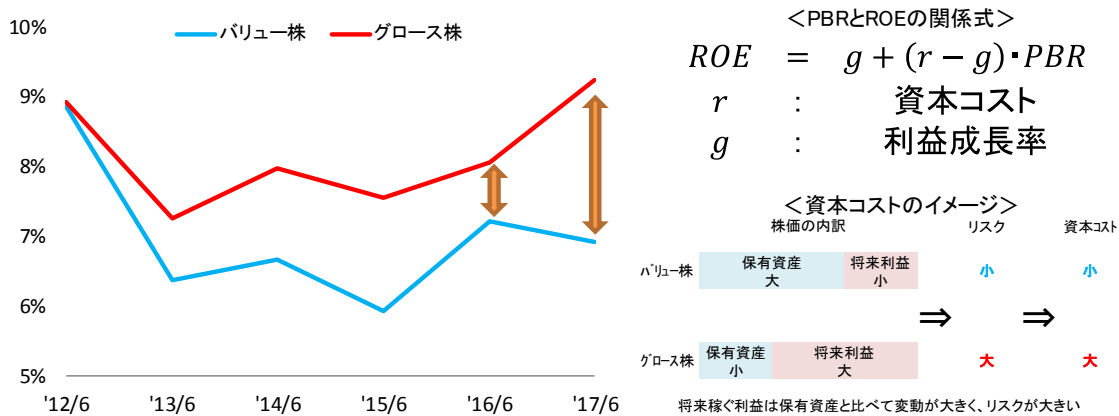
2016 年後半にバリュー株相場になった主な要因として、3 つが考えられる。まず、銀行、証券、保険といった金融株が特に上昇したことがあげられる。金融株は PBR が相対的に低位なためバリュー株に分類される銘柄が多く、金融株の好調不調がバリュー株のパフォーマンスを大きく左右するためである。

2016 年前半は、1 月末にマイナス金利政策の採用が決定され、それ以降はマイナス金利政策のさらなる深堀りも懸念されていた。そのため、マイナス金利政策に伴う業績悪化懸念から、金融株は全体的に低迷していた。それが 7 月の日銀の政策決定会合で懸念されていたマイナス金利の拡大が見送られたこともあり、年後半に見直しが入り金融株が特に反発し上昇したのだ。また、11 月の米大統領選挙でトランプ氏が勝利し、米国で金融規制緩和期待が高まったことも追い風になった。

図表 1：Russell/Nomura 日本株インデックスの推移



(資料) バリュー：トータル・マーケット・バリュー指数、グロース：トータル・マーケット・グロース指数ともに配当込み指数、2012 年 3 月末を 100 として基準化。野村証券 HP より筆者作成

図表 2 : バリュース株とグロース株の資本コストの推移


(資料) 各時点で銀行、証券商品先物取引、保険、その他金融、不動産以外の TOPIX500 採用銘柄
 ただし、各時点で赤字予想銘柄、債務超過銘柄などは除外した。回帰分析の際に異常値処理も行った。
 PBR が分析対象銘柄の中央値より小さい銘柄をバリュース株、それ以外をグロース株とした。
 東洋経済予想、日経 NEEDS のデータより筆者作成

加えて、その時期にバリュース株の相対的な割安感が高まっていたことがあげられる。ROE と PBR の関係式 (右上式) を用いた回帰分析から、株価に織り込まれている資本コストをバリュース株とグロース株ごとに各 6 月時点で推計した (図表 2)。資本コストは値が大きいほど割安、小さいほど割高であることを意味する。グロース株の方がバリュース株と比べて常に資本コストが概ね大きくなっている。これはグロース株の方がバリュース株と比べてリスクが高く、その分、高い利回りを投資家が要求しているからと考えられる (図表 2 の右下イメージ図)。ただ、2016 年 6 月時点ではバリュース株とグロース株の資本コストの差が小さくなっており、バリュース株相場が始まる前にバリュース株の相対的な割安感が高まっていたことが分かる。そのことが、市場全体が反発し上昇する中で、バリュース株の上昇が特に大きくなった要因といえるだろう。

最後に、円安によりバリュース株の業績が好転したことがあげられる。輸送用機器などの外需関連株は、金融株と同様に PBR が相対的に低位な銘柄が多くなっている。そのため、グロース株よりもバリュース株の業績は為替などの外部環境の影響を受けやすい傾向がある。2016 年は、前半は円高基調で、7 月から 9 月にかけては 1 ドル 100 円台前半で推移していた。それが 12 月には一時 1 ドル 117 円台を超えるなど、10 月以降、3 カ月で 10 円以上も円安が進んだ。円安の進行に伴いバリュース株の収益環境が特に改善し、そのことを投資家が好感したと思われる。

しかし、2017 年度に入ると再びグロース株優位が続いている。日銀の金融政策の影響により金融機関にとって厳しい収益環境が続いているため、市場全体が大きく上昇する中、金融株の上げ幅が限定的になっている。また、期待されている米国の金融規制緩和もあまり進展していない。バリュース株の割安感も、バリュース株とグロース株の資本コストの差が 2017 年 6 月時点で再び開いてきており、既に解消していることが分かる。業績面も、グロース株のハイテク関連株の業績が特に好調なため、グロース株の方がバリュース株と比べてやや良好である。

今後はどうなるだろうか。日銀の金融政策が大きく変更されない限りは、金融株の上値の重い展開が続くと思われる。さらに、2016 年後半のように急速に円安へ進むなど収益環境が大きく変らない限り、需要拡大に伴う業績拡大によってハイテク関連株がグロース株の業績を牽引し、業績面でのグロース株優位が続くと考えられる。ゆえに、バリュース株の一時的な反発はあるかもしれないが、当面、バリュース株には厳しい状況が続く可能性が高いだろう。 (前山 裕亮)