

基礎研 レポート

まちかど景気を利用すると 個別株の投資成果が向上 投資家心理とバリューストック効果の関連性

金融研究部門 主任研究員 井出 真吾
(03)3512-1885 side@nli-research.co.jp

1—はじめに

株価の割安/割高を判定する指標は多々あるが、近年、代表的な指標の一つである PBR（株価純資産倍率）の有効性が不安定になった。背景には企業の収益性低下や投資家の日本株離れなどが指摘されているが、投資家が悲観的だと PBR が低くても買わない（割安とみなさない）など、投資家心理が影響している可能性も考えられる。

そこで本稿では、投資家心理と PBR 効果（バリューストック効果）の関係を検証した。その結果、投資家が悲観から楽観に変わる転換点で最も強い PBR 効果が観察された。また、日経平均採用銘柄を対象としたシミュレーションでは、投資家の心理状態に応じて低 PBR 銘柄に投資するか現金で保有するか判定すると、単純に PBR が低い銘柄に投資し続けるよりも高い収益率を得た。

2—PBR 効果の不安定化とその背景

1 | 不安定になった PBR 効果

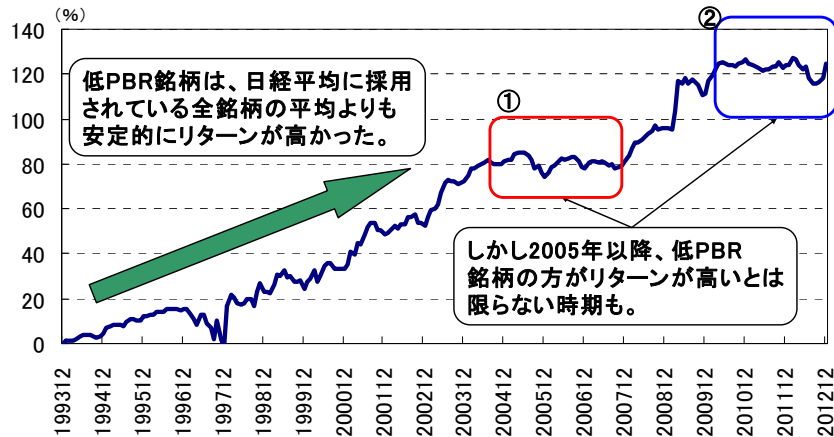
PBR は株価を 1 株あたりの純資産で割って求める。純資産は企業が保有する資産と借入金など負債の差額なので、PBR は「企業が解散した場合に株主に配分される価値に対して株価が何倍の水準にあるか」と解釈できる。このため、株価を評価する際は一般に PBR が低いほど割安とみなす。

図表 1 に日経平均採用銘柄における PBR 効果の累積値を示す（グラフの右上がりの傾きが大きいほど PBR 効果が高い）。2004 年頃までは短期的な上げ下げを繰り返しながらグラフは右上がりになっており、低 PBR 銘柄に投資し続ければ数年タームでは日経平均採用銘柄の平均的な収益率を上回ったことを示している。

ところが 2005 年頃から PBR 効果に変調が見られるようになった。2005 年～2007 年や 2010 年～2012

年は数年タームで見ると横ばいとなっており、低 PBR 銘柄に投資し続けても投資成果を挙げることは難しかった様子が見て取れる。この期間も短期的にはグラフが上げ下げを繰り返しており、時期によって低 PBR 銘柄に投資するか否か、使い分けが必要であったことを示唆している。

図表 1：低 PBR 銘柄の超過収益率の累積値



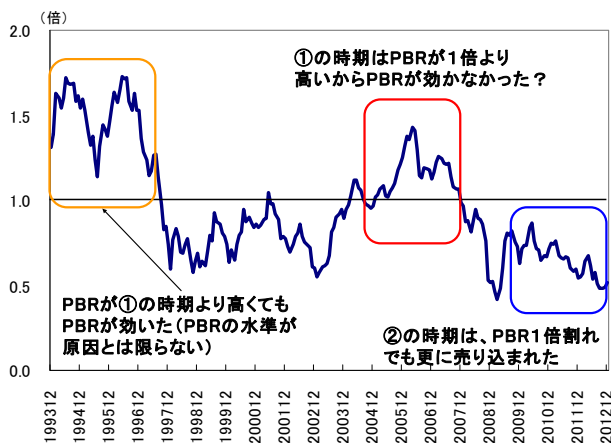
(注) 毎月初に日経平均採用銘柄のうち、日経6業種別にPBR下位1/5の銘柄(債務超過企業を除く)に等金額ずつ投資し、月末まで保有した場合の超過収益率(日経平均採用全銘柄の平均収益率に対する超過収益率)を累積したもの。
(資料)筆者作成

2 | なぜ PBR 効果が不安定になったのか

ここで、低 PBR 銘柄の PBR の水準を確認しておこう。図表 2-1 と 2-2 は、図表 1 と同じ低 PBR 銘柄について、PBR および予想 ROE の平均値を示したものである。冒頭で述べたとおり、PBR は企業の解散価値に対する株価の水準と解釈されるため、一般に PBR 1 倍は株価の下値メドとされる。即ち、PBR が 1 倍を下回れば投資家が割安とみなして株式を購入するので株価が上がると思われている。

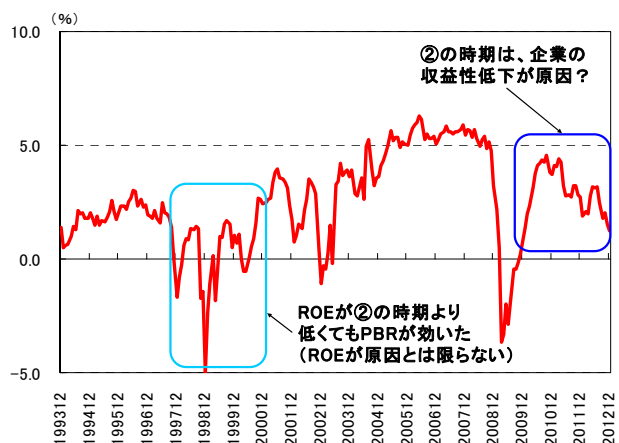
図表 2-1 を見ると、PBR 効果に変調が見られるようになった 2005 年～2007 年は平均 PBR が 1 倍を超えていた。このため日経平均採用銘柄の中で最も PBR が低い銘柄群とはいえ、“割安”と評価されにくかったのかもしれない。

図表 2-1：低 PBR 銘柄の平均 PBR



(注) 図表 1 と同じ PBR 下位 1/5 の銘柄の平均 PBR
(資料) 筆者作成

図表 2-2：低 PBR 銘柄の平均予想 ROE



(注) 図表 1 と同じ PBR 下位 1/5 の銘柄の平均予想 ROE
(資料) 筆者作成

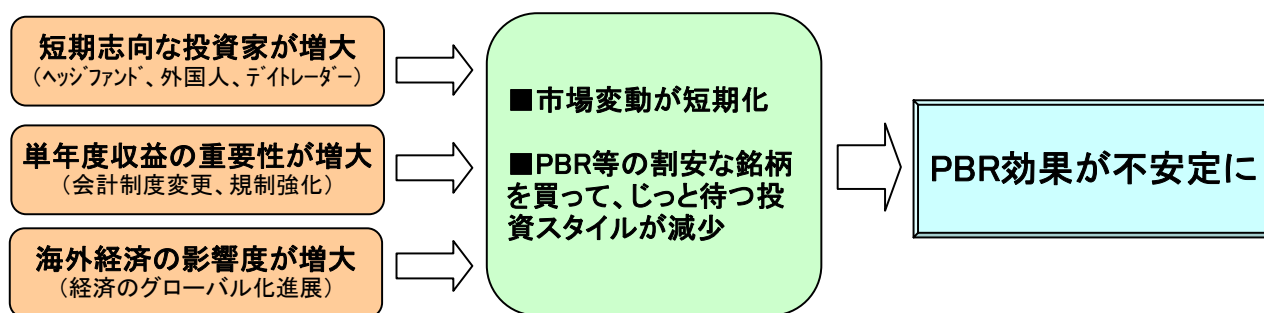
同じく PBR 効果が不安定であった 2010 年以降は、平均 PBR が 1 倍を下回る状態が続くばかりか、むしろ平均 PBR の水準は下がる一方である。つまり、PBR が 1 倍を下回っていたにもかかわらず更に売り込まれたことになる。一方、図表 2-2 からは同時期これら企業の ROE が低下していたことも分かる。たとえ PBR が低くても、収益性が低下する企業を投資家は割安と評価せず、むしろ敬遠したと考えれば理解できる。つまり「安かろう悪かろう」という訳だ。

しかし、平均 PBR が 1 倍を大きく上回っていた 1994 年～1996 年や、平均 ROE がここ数年よりも更に低かった 1998 年～2000 年は PBR 効果が観察されており、近年、PBR 効果が不安定になった背景には単なる PBR の水準や個別企業の収益性とは別の理由がありそうだ。一つには投資家の日本株離れが原因との指摘がある（広木隆、マネックス証券 Strategy Report 2013 年 1 月 7 日付）。本当は割安でも、そのことに気付く投資家がいなければ（少なければ）、割安なまま放置されるということだ。

他には投資家心理（市場心理）が株価に及ぼす影響が増した可能性がある。例えば PBR が 0.8 倍の銘柄を考えた場合、投資家が楽観的ならこれを割安と評価して買ったとしても、景気や株価の先行きに不安要素が多く投資家が悲観的なきは割安とみなさない（買わない）だろう。特に、株価の下落懸念が大きいと投資家はリスクに対してより神経質になるため、たとえ PBR が低くても割安とは評価しない可能性が高い。投資家心理の影響が増した結果、PBR 効果が不安定になったという考え方だ。

では、なぜ投資家心理の影響が増したのだろうか。これには市場全体の収益志向が短期にシフトしたことが挙げられる。株式市場での存在感が増したヘッジファンドやデイトレーダー、外国人投資家の多くは短期志向が強いと言われ、割安かどうかよりも目先の株価動向で投資することがある。また、本来は長期的な観点で株式投資を行う年金や金融機関なども、会計制度の変更や規制強化等により単年度の収益にも気を配る必要性が高まった。更に、経済のグローバル化の進展により日本企業が海外の影響を受けやすくなったため、市場の変動が以前よりも短期化したのではないか。こうした変化により、PBR などの投資指標が割安な銘柄を買ってじっと待つという投資スタイルの占率が減った結果、安定的な PBR 効果が観察されなくなったのかもしれない。

図表 3 : PBR 効果が不安定になった背景（仮説）



(資料)筆者作成

1 | まちかど景気を利用した株式投資法

前章では投資家心理がPBR効果に影響している可能性に触れた。投資家の心理状態を直接的に把握するのは困難だが、投資家心理に影響を及ぼす要因としては、政治や国内外の景気、為替や原油価格など経済活動への影響が大きいマクロ要因、天候や天災などの自然現象が挙げられる。中でも景気変動は投資家の心理状態を大きく左右すると考えられる。そこで本章では、投資家心理の代理変数に「景気ウォッチャー調査（まちかど景気）」を用いてPBR効果との関係を調べる。

景気ウォッチャー調査とは、小売店や飲食店の経営者、タクシー運転手、職業安定所職員など、景気に関連の深い動きを観察できる立場の人々を対象に、内閣府が毎月実施する調査である。調査事項は景気の“現状”と“先行き”に大別され、各々について家計動向関連、企業動向関連、雇用関連と、これらの合計がある。いずれも0～100ポイントのDI方式で集計され、DIが50より高ければ「改善」、50なら「横ばい」、50を下回る場合は「悪化」と解釈できる。調査は毎月下旬（25日～月末）に実施され、翌月第6営業日に結果が公表される。

まちかど景気を利用した株式投資法の先行研究としては、「景気ウォッチャー投資法」（野田聖二著、日本実業出版社）がある。これは、現状DIの変化（前月調査との差）などによって、日経平均の値上がり/値下がり予測する方法である。同書ではこの方法で日経平均¹に投資すると、2000年～2010年の約10年間に年率12.6%の収益率を獲得できたとしている。同期間における日経平均の騰落率が同マイナス6.0%であったことと比べて高い利回りといえよう。

このように、まちかど景気が株式投資に有効な理由としては、『消費や製造の現場にいる人の「肌感覚」を聞くユニークな調査方法に加え、発表までの時間差が極めて短いことから生まれている。』（日本経済新聞朝刊、2012年5月23日付）などの指摘がある。一般に株価は景気変動を6ヶ月から1年ほど先行して動くと言われる。GDPなど多くの経済統計が調査時点の数ヶ月後に公表されるのと比べて、まちかど景気は速報性が高いため株価変動の説明力が高いのも実感に合いやすい。

2 | まちかど景気とPBR効果の関係

次に、個別株への投資に活用する方法を探るため、投資家心理とPBR効果の関係を調べる。ここでは、まちかど景気を投資家心理の代理変数と考えるため、現状DIの変化と先行きDIの変化に応じて、図表4のとおり6つの局面に分けた上でPBR効果を測定する。まず、景気の先行きが改善した場合は投資家が楽観的になっていると考え、先行きDIの前月差（プラスかマイナスか）に応じて局面を大きく2つに分ける。その上で現状DIの前月差に応じて更に3つに分ける。

¹ 日経平均株価指数を売買することはできないので、実際には同指数に連動するETF（Exchange Traded Fund；上場投資信託）などを利用する。

図表4：まちかど景気による局面分け

		①先行きDIの変化	
		プラス	マイナス
②現状DI の変化	+1.0 以上	局面1	局面4
	-1.0 ~ +1.0	局面2	局面5
	-1.0 未満	局面3	局面6

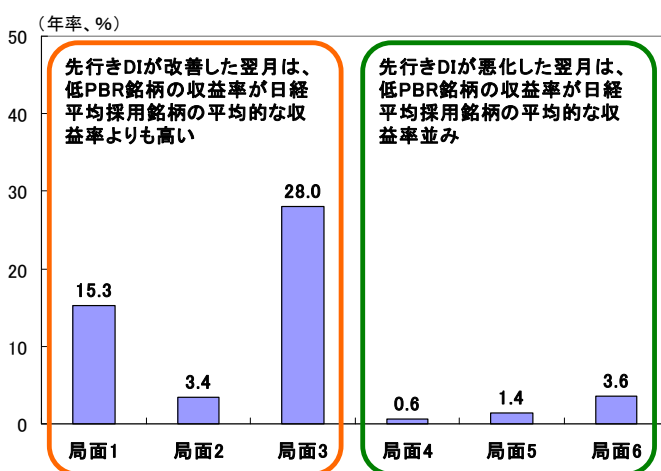
(資料)筆者作成

図表5は2000年3月以降²のPBR効果を局面別に集計したものである。まちかど景気は月末に調査が実施されることを考慮して、ここでは調査月の翌月のPBR効果を集計対象とした。例えば、2012年11月調査では先行きDIの変化がプラス(10月調査41.7⇒11月調査41.9)、現状DIの変化が+1.0ポイント(同39.0⇒40.0)なので「局面1」と判定される。従って、調査翌月に相当する2012年12月のPBR効果は「局面1」の集計対象となる。

検証の結果PBR効果が顕著に観察されたのは局面1と局面3で、いずれも先行きDIの変化がプラスの局面である。中でも局面3は年率28.0%と突出した超過収益率を示している。局面3の定義は「現状DIは1.0ポイント以上の悪化、先行きDIは改善」であり、“景気の底入れ”を予想している局面と解釈できる。こうした悲観から楽観に反転する局面では、それまで売り込まれてPBRが低くなっていた銘柄に買い戻しが入るため、強いPBR効果が観察されたものと考えられる。

また、現状DIと先行きDIがともに改善した局面1でも比較的強いPBR効果が見られた。局面1は景気が拡大期もしくは回復期にある。こうした局面では投資家が楽観的であるため、PBRが低い銘柄を積極的に物色しやすいのではないかとと思われる。一方、先行きDIが悪化した局面4～6では、いずれもPBR効果が弱く、投資家が悲観的なきはPBRが低くても買わない(割安と評価しない)可能性が示唆された。

図表5：低PBR銘柄の超過収益率(日経平均採用銘柄の平均収益率に対する超過収益率)



景気局面	月数	平均	標準偏差	シャープレシオ
局面1	40	15.3	11.1	1.38
局面2	20	3.4	7.3	0.47
局面3	9	28.0	7.0	3.99
局面4	14	0.6	4.8	0.13
局面5	23	1.4	7.9	0.18
局面6	48	3.6	6.3	0.57
全体	154	7.4	8.3	0.90

(注) 毎月初めに日経平均採用銘柄のうち、日経6業種別にPBR下位1/5の銘柄(債務超過企業を除く)に等金額ずつ投資し、月末まで保有した場合の超過収益率(日経平均採用全銘柄の平均収益率に対する超過収益率)を集計し、年率換算したもの。

(資料)筆者作成

² 局面の判定にはDIの対前月変化を用いるため第2回以降の調査が分析対象となる。

4—個別株投資への応用

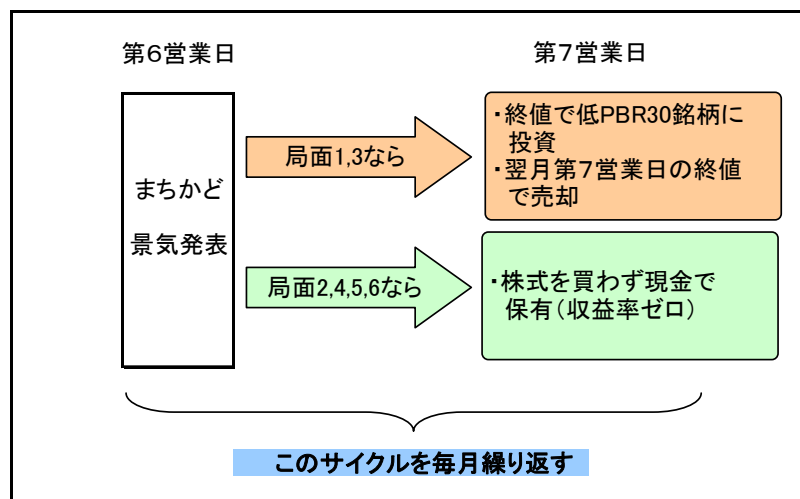
1 | 日経平均採用銘柄でのシミュレーション

前章では、まちかど景気を代理変数とした投資家心理と PBR 効果に関連がある可能性を示した。本章ではこの関連性が実際の個別株投資にどのくらい役立つかシミュレーションする。即ち、PBR 効果が見込める局面のみ低 PBR 銘柄に投資することで投資効率を高められるか確認することが目的である。具体的には、まちかど景気に基づく局面に応じて低 PBR 銘柄に投資するか現金で保有するか判定した場合と、局面判定せず PBR が低い銘柄に投資し続けた場合の収益率を比較する。なお、ここでは PBR 効果が不安定になった時期に焦点を当てるためシミュレーション期間は 2005 年 1 月～2013 年 1 月とする。また、日経平均株価指数と平仄を合わせるため、配当を含まない収益率を用いる。

シミュレーション方法は次のとおりである。まず、まちかど景気が公表されるのは毎月第 6 営業日の午後³であるため、実際に売買可能な第 7 営業日の終値を毎月の基準時点とする。その上で、

- ① 基準時点の日経平均採用銘柄の中から、日経 6 業種⁴ごとに前月末時点の PBR が低い 5 銘柄ずつ（債務超過企業は除く）、計 30 銘柄を選ぶ。
- ② 次に、まちかど景気の内容に応じて、図表 4 と同じルールで局面 1～6 を判定する。
- ③ 局面 1 または局面 3 と判定された場合は①で選んだ 30 銘柄を基準時点（第 7 営業日の終値）で同じ金額ずつ買い付け、翌月の基準時点で全て売却する（途中では一切売買しない）。他の局面なら低 PBR 銘柄に投資せず現金で保有する（翌月基準時点までの収益率はゼロ）。
- ④ 上記①～③を毎月繰り返す。

図表 6：シミュレーション方法



(資料)筆者作成

³ 午後 2 時や午後 3 時に公表されることが多い。一方、東京株式市場の取引終了時間は午後 3 時である。

⁴ 日経平均株価の採用銘柄を選定する際に用いられる業種分類。詳細は日本経済新聞社のホームページ等を参照されたい。ここでは業種の影響を緩和するため、業種別に PBR が低い銘柄を選ぶ。

2 | まちかど景気を利用すると個別株の投資成果が向上

シミュレーション結果の概要を図表7～図表9に示す。まず図表7を見ると、まちかど景気を利用せず単純にPBRが低い30銘柄に毎月投資し続けた場合の収益率は年率5.4%であり、日経平均の同マイナス0.6%よりも高い。

一方、まちかど景気を利用すると収益率は同13.8%となり、まちかど景気を利用しない場合よりも更に8.4%向上した。収益率の標準偏差（リスク）は低くなったので、1リスクあたりの収益率を示すシャープレシオ（収益率÷標準偏差）は0.17から0.53に改善した。シミュレーションを実施した8年間では、まちかど景気を用いて低PBR銘柄に投資するか毎月判定すると、単純にPBRが低い銘柄に投資し続けた場合よりも平均収益率が底上げされ、投資効率が改善された。

まちかど景気を利用した場合と日経平均の収益率の差（14.6%）を要因分解すると、局面判定による効果は年率8.3%であった。ただし、第3章で紹介したように、まちかど景気による局面判定は日経平均そのものの値上がり/値下がり予測する効果（現金保有効果）もある。局面判定効果の内訳は現金保有効果が7.3%と多くを占めるが、PBRが有効か予想する効果も1.0%あった。

次に、図表8に毎年の収益率を示す。網掛けは日経平均よりも収益率が高いことを、楕円はまちかど景気を利用した方が利用しない場合よりも収益率が高いことを示している。まちかど景気を利用しない場合でも8年のうち5回で日経平均の収益率を上回ったが、まちかど景気を利用するとこれが7回に増えた。また、まちかど景気を利用しないよりも収益率が高い年（楕円）は6回あった。

図表7：絶対収益率の統計値

(年率、%)

	まちかど景気 を利用	まちかど景気 を利用せず	(参考) 日経平均
平均	13.8	5.4	-0.6
標準偏差	26.1	32.6	23.3
シャープレシオ	0.53	0.17	-0.03

収益率が向上、リスクは低下

(年率、%)

局面判定効果	うち現金保有効果		PBR効果	その他 ^(注2)
	うち現金保有効果	うちPBR予想効果		
8.3	7.3	1.0	3.3	2.8

(注1) 2005年1月13日～2013年1月15日の平均収益率(配当を含まない)

(注2) 日経平均採用銘柄の単純平均収益率と日経平均株価指数の収益率の差

(資料) 筆者作成

図表8：毎年の収益率

(年率、%)

	まちかど景気 を利用	まちかど景気 を利用せず	(参考) 日経平均
2005年	4.7	41.5	44.9
2006年	11.0	9.1	4.6
2007年	5.9	-19.6	-18.8
2008年	6.0	-23.7	-39.6
2009年	55.6	42.2	27.2
2010年	6.8	13.6	-1.4
2011年	-0.3	-22.4	-19.7
2012年	30.1	28.8	27.1

・まちかど景気を利用しない場合よりも8年のうち6年で収益率が高い。
・大幅なマイナス(元本割れ)の年が一度もない。

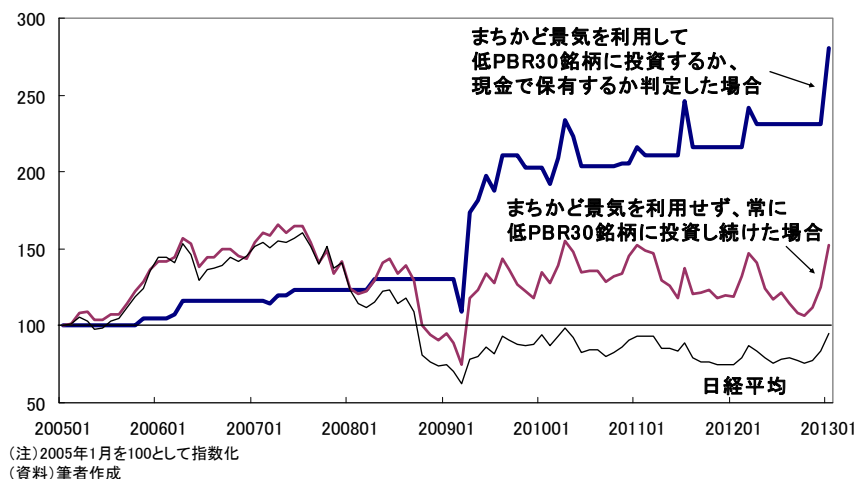
(注) 網掛けは日経平均よりも収益率が高いことを、楕円はまちかど景気を利用しない場合よりも収益率が高いことを示す。

(資料) 筆者作成

注目すべきは、まちかど景気を利用すると収益率がマイナス（元本割れ）の年がほとんど無い点である。2007年と2008年は米国サブプライムローン問題の顕在化やリーマンショックによって株価が

大きく下落した。このとき日経平均はもちろんのこと、まちかど景気を利用せず低 PBR 銘柄に投資し続けても 20%前後の損失を被ることになったが、まちかど景気を利用した場合は 6%程度のプラスの収益を得ることができた。同様に、欧州債務危機や世界的な景気低迷で日経平均が 20%ほど下落した 2011 年も大幅なマイナスを回避できた。

図表 9：資産価値の変化



5—おわりに

本稿では、投資家心理が PBR 効果に影響を及ぼしている可能性に触れた上で、景気ウォッチャー調査（まちかど景気）と PBR 効果の関係を検証した。その結果、投資家が悲観から楽観に変わる転換点で最も強い PBR 効果が観察された。また、投資家が楽観的になりやすい景気回復期や拡大期にも比較的強い PBR 効果が見られた。

また、日経平均採用銘柄を対象としたシミュレーションでは、まちかど景気に基づいて低 PBR 銘柄に投資するか現金で保有するか判定すると、単純に PBR が低い銘柄に投資し続けるよりも高い収益率を得た。以上より、まちかど景気が投資家心理の代理変数として機能し、個別株に投資する上で有益な情報となり得ることが示唆された。

今後の課題としては、1つ目に局面の分け方が挙げられる。本稿では先行き DI の変化と現状 DI の変化で 6 つの局面に分けたが、局面判断の方法には工夫の余地があろう。2つ目は、「景気ウォッチャー調査」が提供するより多くの情報を利用することである。即ち、本稿で用いた“合計”のほかに、内訳である“家計動向関連”、“企業動向関連”、“雇用関連”を活用することが考えられよう。最後に、業種による株価変動特性の違いを利用することを指摘しておきたい。一般に景気敏感セクターやディフェンシブ・セクターと言われるように、好況期と不況期では物色される業種が異なる。まちかど景気や PBR などの投資指標と業種特性の関係を明らかにできれば、投資成果をより高めることが可能であろう。

以上