

基礎研 レポート

来期予想利益成長率に注目!!

～アベノミクス相場以降、高成長銘柄の株価が好調～

金融研究部 准主任研究員 前山 裕亮

(03)3512-1785 ymaeyama@nli-research.co.jp

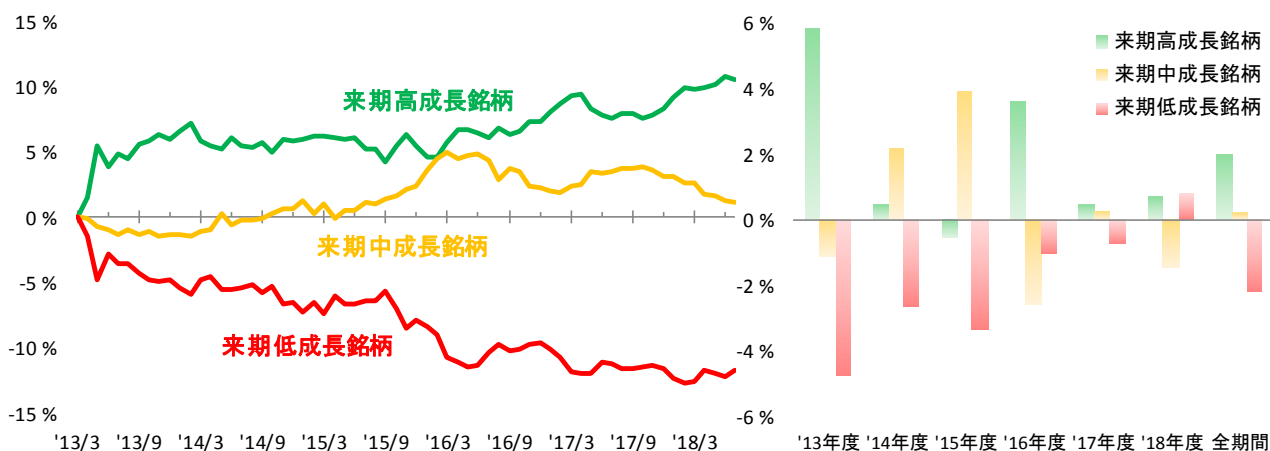
1——来期利益成長率に注目

国内株式市場で投資する銘柄を選ぶ際には、来期予想利益成長率に注目してみてもいいかでしょう。来期予想利益成長率は、今期予想利益と来期予想利益を用いて以下のように算出します。

$$\text{来期予想利益成長率} = \frac{\text{来期予想利益} - \text{今期予想利益}}{\text{今期予想利益}}$$

まずは来期予想利益成長率と株価のパフォーマンスの関係についてみたいと思います。TOPIX500 採用銘柄を対象に毎月末に来期予想利益成長率の高い順から銘柄数が等しくなるように「来期高成長銘柄」「来期中成長銘柄」「来期低成長銘柄」に分けて、アベノミクス相場が始まった2013年度以降のパフォーマンスを示したものが【図表1】です。パフォーマンスは各分析対象銘柄の単純平均リターンに対する超過リターンです。なお、予想利益は東洋経済予想の経常利益を用いており、今期予想利益が赤字の銘柄は除外しています。

【図表1】来期予想利益成長率水準別の累計超過リターンの推移(左)と年度ごとの超過リターン(右)



(資料)日経 NEEDS のデータより筆者作成。超過リターンの単純平均。2018 年度は 7 月まで。全期間は年率換算した平均値。

【図表1：左】から来期予想利益成長率が高い銘柄（緑線）が高パフォーマンスで、低い銘柄（赤線）は低パフォーマンスの傾向があったことが分かります。平均すると高成長銘柄は年率で2%ほど市場平均を上回る一方で、低成長銘柄は2%ほど下回っていました【図表1：右、全期間】。

ただ、「来期高成長銘柄」は安定して高パフォーマンスを上げていたわけではありませんでした。2013年度や2016年度は市場平均を大きく上回っていますが、2014年度、2015年度、2017年度はほぼ市場平均並みのパフォーマンスでした。

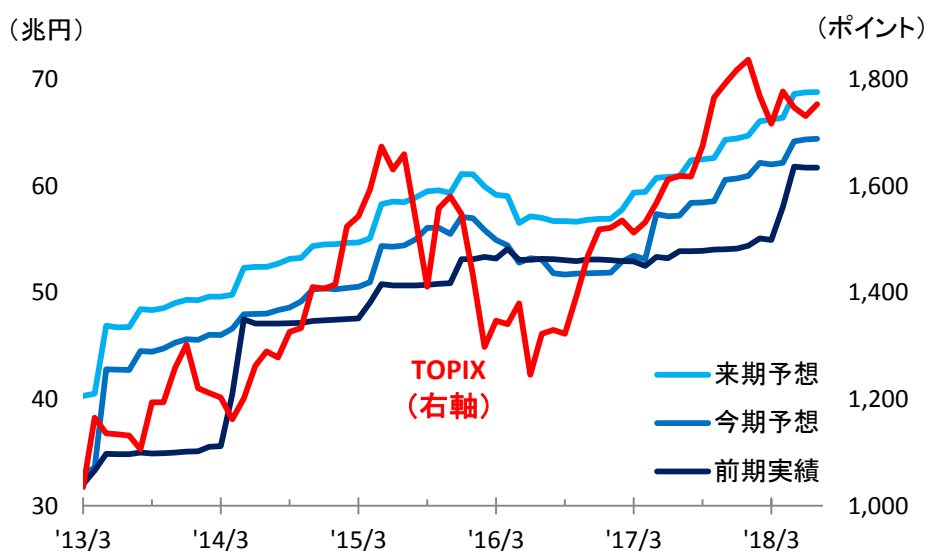
「来期高成長銘柄」よりもむしろ「来期低成長銘柄」のほうが、低パフォーマンスの傾向がはっきりしていました。累計超過リターンがほぼ右肩下がりです。市場平均を一貫して劣後していたことが分かります。年度ごとにみても、足元の2018年度は7月末時点で市場平均を上回っていますが、2013年度から2017年度までの5年全てで市場平均を下回りました。

2—「来期予想」もポイント

アベノミクス相場が始まって以降、来期予想利益成長率が高い銘柄が高パフォーマンス、低い銘柄が低パフォーマンスであった要因として、2つのことが考えられます。

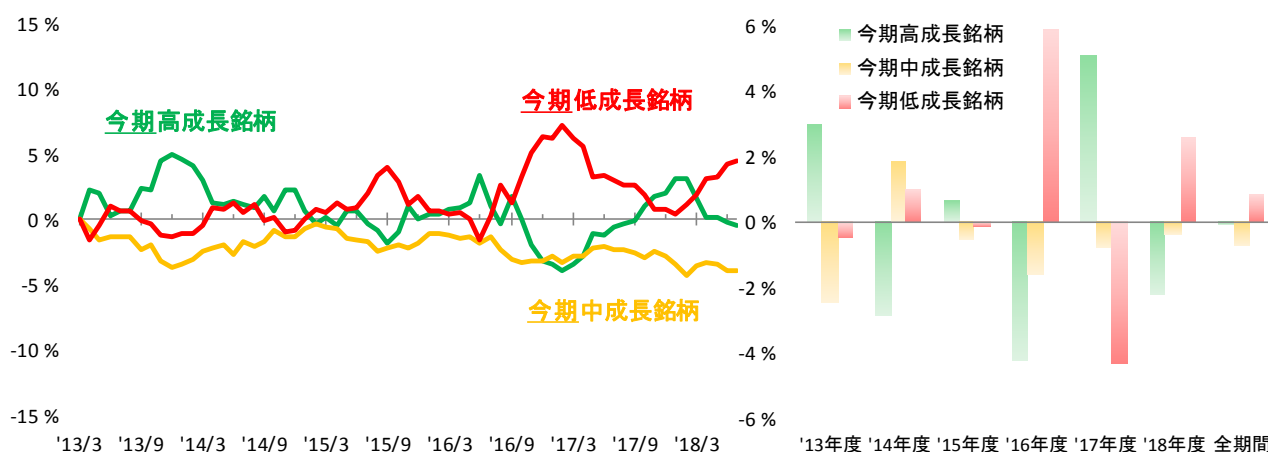
まず、国内株式の市場環境です。アベノミクス相場が始まってから、企業業績は拡大基調にあります。東証一部銘柄の前期実績、今期予想、来期予想の経常利益（青線）の推移をみると、ほぼ右肩上がりです。これに伴って株価（赤線）が大きく上昇する中、業績拡大がより見込める銘柄が投資家から特に選好されやすかったと考えられます。つまり、高成長銘柄の株価が上昇しやすく、その一方で低成長銘柄の株価は上がりにくい市場環境であったといえるでしょう。

【図表2】東証一部銘柄の経常利益と株価(TOPIX)の推移



(資料)日経 NEEDS、DataStream のデータより筆者作成。今期、来期は東洋経済予想

【図表3】 今期利益成長率水準別の累計超過リターンの推移(左)と年度ごとの超過リターン(右)



(資料) 日経 NEEDS のデータより筆者作成。超過リターンの単純平均。2018 年度は 7 月まで。全期間は年率換算した平均値。

市場環境に加えて、来期予想を用いている点も重要です。今期予想利益成長率では、来期予想利益成長率と同じ傾向が確認できなかったためです。

$$\text{利益成長率} = \frac{\text{今期予想利益} - \text{前期実績利益}}{\text{前期実績利益}}$$

来期予想利益成長率と同様に、TOPIX500 採用銘柄を対象に毎月末に今期予想利益成長率の水準別に銘柄数が等しくなるように「今期高成長銘柄」「今期中成長銘柄」「今期低成長銘柄」に分けました。分析対象銘柄の単純平均リターンに対する超過リターンを示したのが【図表3】です。なお、予想利益は東洋経済予想の経常利益を用いており、前期実績利益が赤字の銘柄は除外しています。

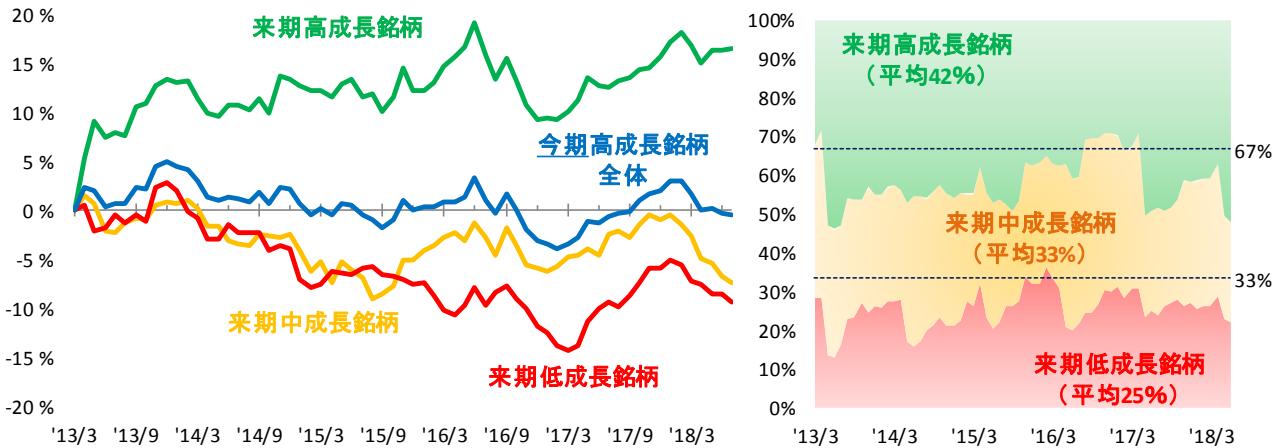
今期予想利益成長率の場合、全期間で最も超過リターンを獲得したのは「今期低成長銘柄」(赤線)でした【図表3:左】。ただし、年率換算した平均超過リターンは3つとも±1%以内に納まっており、傾向がはっきりしなかったといえます【図表3:右、全期間】。年度ごとをみても、好調不調が大きく入れ替わっていたことが分かります。「今期高成長銘柄」(緑棒)は2013年度や2017年度に市場平均を大きく上回りましたが、2016年度は大きく下回りました。逆に「今期低成長銘柄」(赤棒)は2016年度に市場平均を大きく上回り、2017年度は大きく下回りました【図表3:右】。

3—なぜ「来期予想利益成長率」が有効なのか

より詳しくみるため、「今期高成長銘柄」「今期中成長銘柄」「今期低成長銘柄」をさらに来期予想利益成長率で3つに分けます。TOPIX500 銘柄を今期利益成長率と来期利益成長率で3×3=9つのグループに分けるイメージです。なお、今期と来期の高成長、中成長、低成長の分類わけは、それぞれ分析対象全体で(つまり独立して)行ったため、それぞれのグループの銘柄数は等しくなっていません。

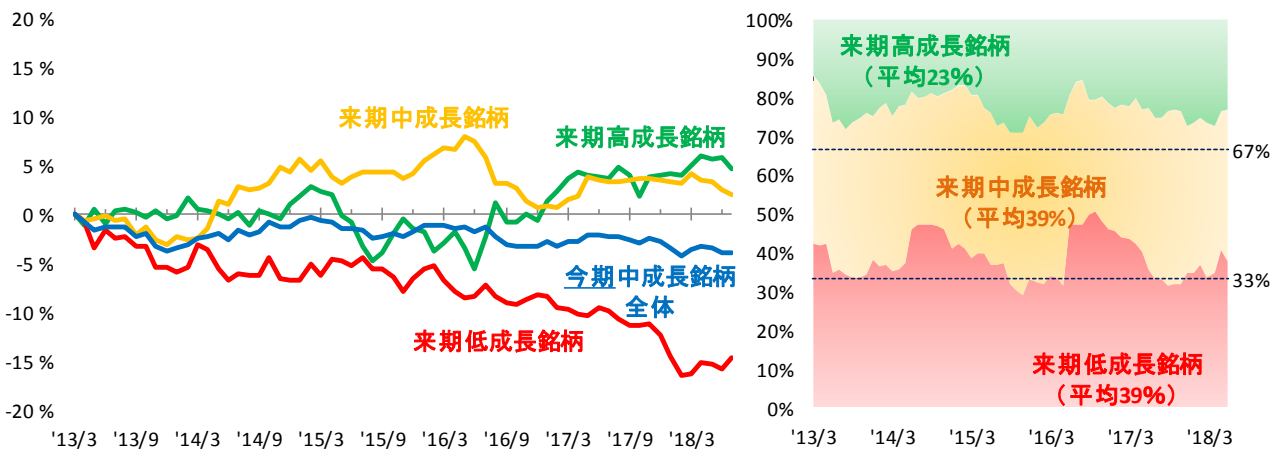
「今期高成長銘柄」、「今期中成長銘柄」、「今期低成長銘柄」を来期利益成長率で3つに分けた結果(パフォーマンス:左、割合:右)が【図表4】、【図表5】、【図表6】です。なお、【図表4、5、6】の左のグラフは分析対象全体(ほぼTOPIX500)の単純平均に対する超過リターンの累計になっています。

【図表4】 今期高成長銘柄の来期成長率水準別の累計超過リターンの推移(左)とその割合(右)



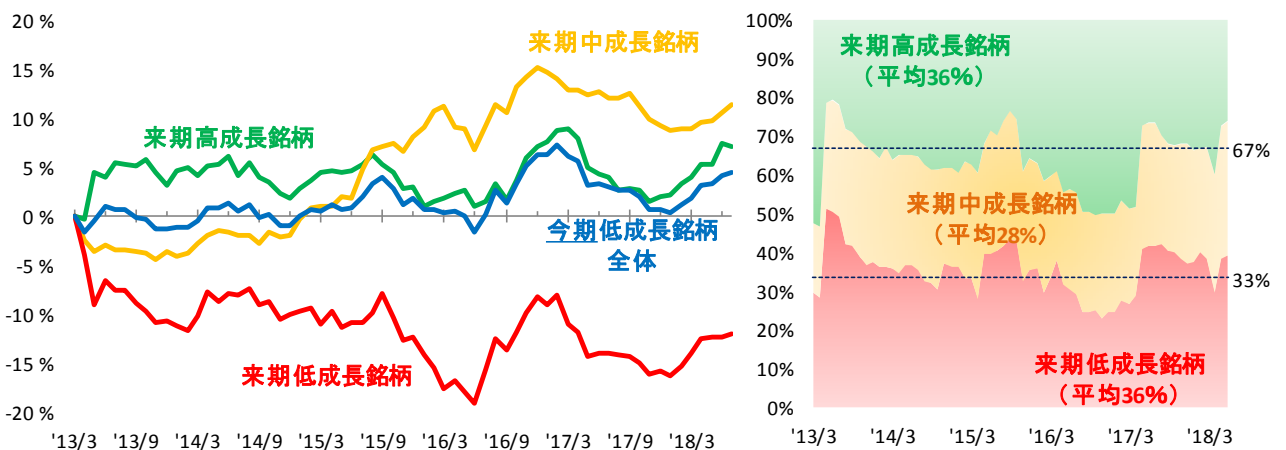
(資料)日経 NEEDS のデータより筆者作成。分析対象全体(≒TOPIX500 銘柄)の単純平均に対する超過リターンの単純平均。

【図表5】 今期中成長銘柄の来期成長率水準別の累計超過リターンの推移(左)とその割合(右)



(資料)日経 NEEDS のデータより筆者作成。分析対象全体(≒TOPIX500 銘柄)の単純平均に対する超過リターンの単純平均。

【図表6】 今期低成長銘柄の来期成長率水準別の累計超過リターンの推移(左)とその割合(右)



(資料)日経 NEEDS のデータより筆者作成。分析対象全体(≒TOPIX500 銘柄)の単純平均に対する超過リターンの単純平均。

まず、今期も来期も高成長が予想されている銘柄（緑線）は、最も超過リターンを獲得していたことが分かります【図表4：左】。ただし、今期高成長が予想されている銘柄の中で、来期も高成長が予想されている銘柄（緑面）は平均すると、4割程度しかありませんでした【図表4：右】。残りの6割が来期に成長率鈍化が懸念されている銘柄であり、そのような銘柄（黄線と赤線）のパフォーマンスは低調でした【図表4：左】。前章でみてきたように、「今期高成長銘柄」全体（青線）のパフォーマンスの傾向がはっきりしなかったのは、今期は高成長でも来期に高成長が維持できないと思われる銘柄（黄線と赤線）がパフォーマンスを押し下げているからといえるでしょう【図表4：左】。

また、今期高成長予想でない銘柄でも、来期が高成長（緑線）、中成長（黄線）が期待できる場合は市場平均からパフォーマンスが劣後していませんでした【図表5、6：左】。逆に、来期に低成長が予想されている銘柄（赤線）は、今期の予想成長率によらず市場平均より大きく劣後していたことも分かります【図表4-6：左】。

今期予想利益成長率と比べて来期予想利益成長と株価のパフォーマンスに良好な関係が見られたのは、来期予想利益成長率が企業の業績動向を的確に捉えているためではないでしょうか。来期予想の前提条件は、通常、今期予想と同じような条件で行います。今期予想と来期予想を比較する来期予想利益成長率では、為替といった外部環境の変化などによる一時的なノイズの影響が入りにくいといえます。そのため来期予想成長率は、その時点の企業の外部環境に依存しない部分の業績動向が反映されていると考えられます。外部環境の好転などの一時的な要因によって業績拡大した銘柄などが、今期予想利益成長率では問題となりました。来期予想利益成長率だとそのような銘柄を見抜くことができたのかもしれませんが。

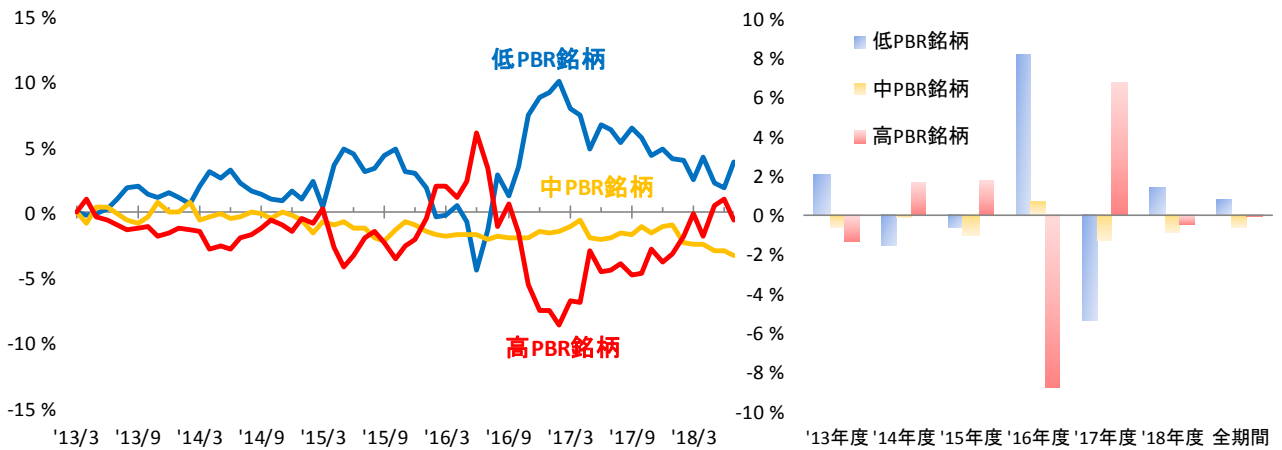
4——バリュート投資にも役立つ

来期予想利益成長率は高成長銘柄探しだけでなく、割安銘柄を探す際にも役に立つと考えています。本稿では、代表的な割安性を測る株価指標であるPBRと組み合わせた場合の効果をみたいと思います。

2013年度以降、PBRによる銘柄選択はあまり効果的ではありませんでした。実際にTOPIX500採用銘柄を対象に毎月末にPBRの水準別に銘柄数が等しくなるように「低PBR銘柄（割安）」「中PBR銘柄」「高PBR銘柄（割高）」に分けて、パフォーマンスをみたものが【図表7】です。パフォーマンスは分析対象銘柄の単純平均リターンに対する超過リターンになっています。2016年度のように「低PBR銘柄」が市場平均を大きく上回っていた年もありましたが、2017年度のように大きく劣後した年もありました。2013年度から通してみると「低PBR銘柄」は超過リターンがプラスでしたが、年率換算した平均超過リターンは1%を下回っていました。

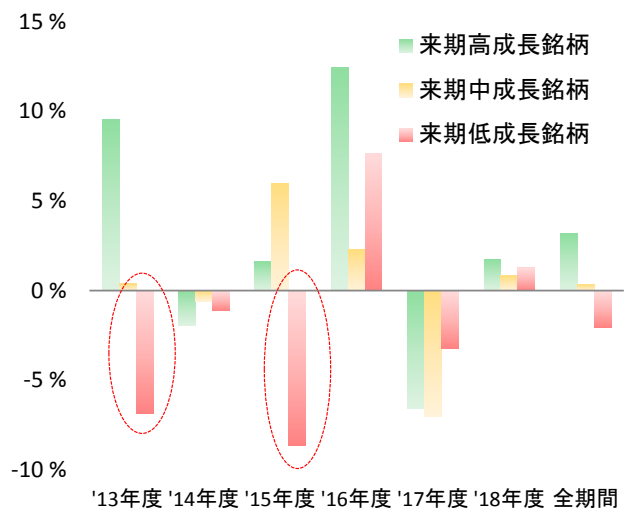
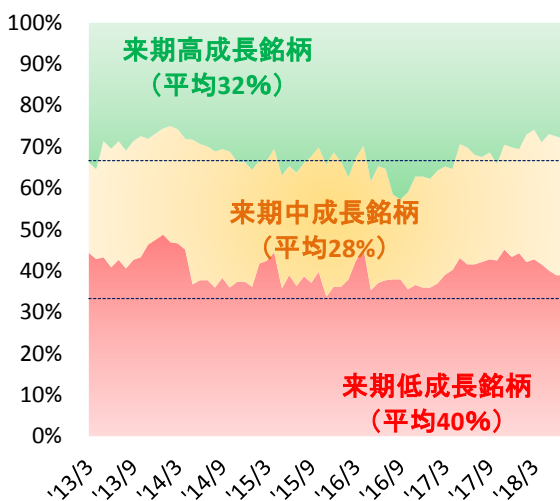
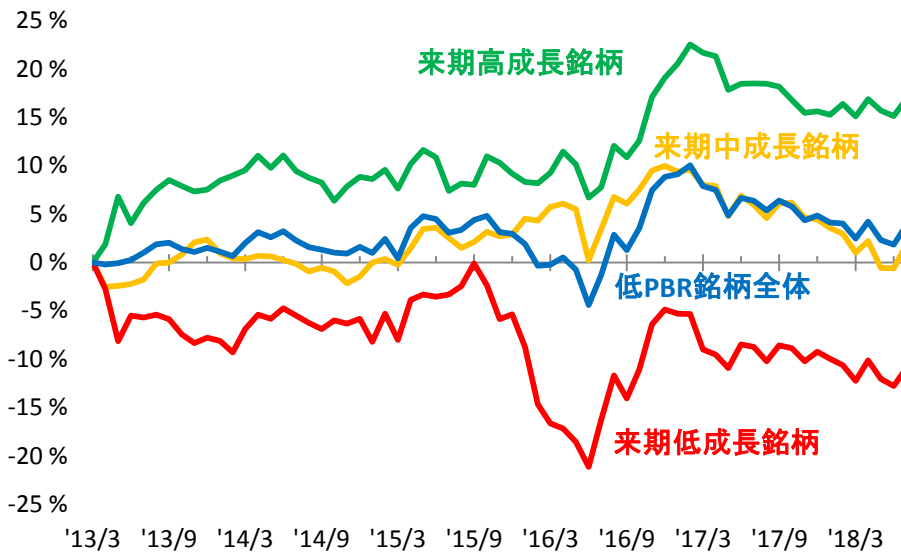
PBRと来期予想利益成長率を組み合わせ、「低PBR銘柄」を「来期高成長銘柄」、「来期中成長銘柄」、「来期低成長銘柄」に分けて、それぞれのパフォーマンスをみたものが【図表8】です。なお、TOPIX500銘柄についてPBRと来期予想利益成長率でそれぞれ独立に分解しているため、銘柄数は等しくありません。PBRと来期予想利益成長率は正の相関があり、「低PBR銘柄」の中では「来期低成長銘柄」（赤面）の割合が多く、平均すると40%程度でした【図表8、左下】。

【図表7】 PBR 水準別の累計超過リターンの推移(左)と年度ごとの超過リターン(右)



(資料) 日経 NEEDS のデータより筆者作成。超過リターンの単純平均。2018 年度は 7 月まで。全期間は年率換算した平均値。

【図表8】 低 PBR 銘柄の来期成長率水準別の累計超過リターンの推移(上)とその割合(左下)と年度ごとの超過リターン(右下)



(資料) 日経 NEEDS のデータより筆者作成。分析対象全体(≒TOPIX500 銘柄)の単純平均に対する超過リターンの単純平均。2018 年度は 7 月まで。全期間は年率換算した平均値。

「低 PBR 銘柄」の中でも、2013 年度以降、来期予想成長率が高い銘柄（緑線）は、「低 PBR 銘柄」全体（青線）と比べて高パフォーマンスであったことが分かります【図表 8：上】。その一方で来期予想成長率が低い銘柄（赤線）は低パフォーマンスでした。累計した超過リターンもマイナスでしたので、「低 PBR 銘柄」全体だけでなく市場平均も下回っていました。ただし、年度ごとにみると全ての年でその傾向がみられたわけではありませんでしたが、2013 年度や 2015 年度（赤点線）では低成長銘柄が大きく劣後していました【図表 8：右下】。そのような年に「低 PBR 銘柄」の中で「来期低成長銘柄」を除外して投資すると、除外せずに単純に「低 PBR 銘柄」に投資した場合と比べて、パフォーマンスが向上することが分かりました。

以上から、PBR だけでなく来期予想利益成長率も考慮して投資することによって、通常の低 PBR 銘柄投資と比べて、パフォーマンスが改善することが期待できるといえるでしょう。

5—最後に

アベノミクス相場が始まった 2013 年度以降、銘柄選択する上で来期予想利益成長率は単独で用いても、割安指標と組み合わせて用いても有効であったことを確認してきました。

今後も来期予想成長率とパフォーマンスの良好な傾向が続くかは、市場環境次第です。ただ、来期予想利益成長率が本当にその銘柄の業績動向を表しているのであれば、どのような市場環境になっても、投資家にとって有益な指標であり続けるのではないのでしょうか。

ぜひ国内株式市場で投資する銘柄を探す際には、様々な情報とあわせて来期予想利益成長率もチェックしていただけたらと思います。

（ご注意）当資料のデータは信頼ある情報源から入手、加工したのですが、その正確性と完全性を保証するものではありません。当資料の内容について、将来見解を変更することもあります。当資料は情報提供が目的であり、投資信託の勧誘するものではありません。