

株式市場の物色動向：バリューvsグロースの行方 - 景気サイクルと米10年国債利回りの動きが鍵 -

当レポートの主な内容

- ・ 株式市場の物色動向を、バリューとグロース※の観点からみると、2017年の日米の株式市場は、年初から、概ねグロース優位の相場が続いています。
- ・ 景気サイクルや米国の長期金利の動きを考慮すると、当面はグロース優位の相場が続き、その後にバリュー相場に転換することが予想されます。

※バリューとは、企業の純資産価値などに比べて株価が割安に評価されている銘柄もしくは銘柄群、グロースとは、比較的高い利益成長が期待される銘柄、もしくは銘柄群をさしています。当レポートでは、一般的に「割安株」と称される銘柄についてバリュー、もしくはバリュー株、「成長株」と称される銘柄についてグロース、もしくはグロース株と表記しています。

今年は、年初から概ねグロース優位の相場展開

国内では昨年年央に、米国では昨年11月の米大統領選前後に、バリュー優位の相場が始まりました。トランプ氏が米国の大統領に選ばれ、様々な景気刺激策によって景気が拡大に向かうとの期待が高まると、米国の長期金利の上昇にあわせて、バリューがグロースに対してアウトパフォーム※したものと考えられます。

しかし、今年1月以降は、日米ともにグロース優位の相場への転換が観察されます。トランプ政権の政策と景気拡大への期待が同時に後退する過程で、長期金利の低下とともにグロースがアウトパフォームし始めたものと思われ（図表1,2）。

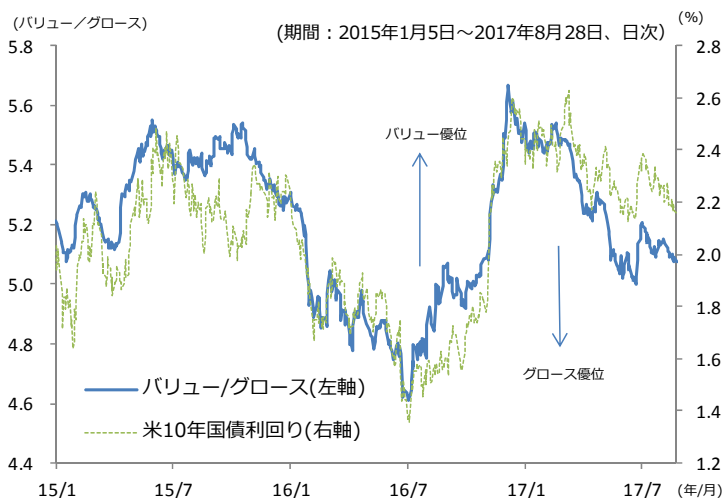
※アウトパフォームとは、当該銘柄の株価の騰落率が、日経平均株価などの指数や他の銘柄に対して、相対的に良好であったことを表しています。

循環するバリュー相場とグロース相場

グロース株は、企業収益の高い成長が期待できる銘柄、バリュー株は、企業価値に対して株価が割安に放置されている銘柄と一般的に定義されます。ベンジャミン・グレアム、ウォーレン・バフェットなどの著名なバリュー投資家は、バリュー株に投資することによって長期的に高い収益を上げてきました。

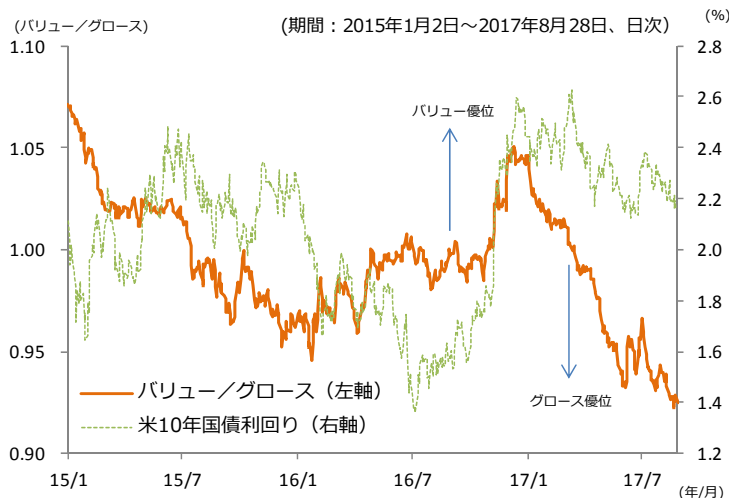
1990年以降の日本の株式市場を振り返ると、バリュー相場とグロース相場が、景気サイクルに応じて循環してきた可能性があります（次頁の図表3）。景気拡大期はバリュー優位、景気後退期はグロース優位となる傾向が窺われます。景気拡大期には、景気敏感株を多く含むバリュー株が好まれる一方、景気後退期には、金利が低下し、将来収益を現在価値に割り戻す際に使われる割引率が低下することによって、成長性の高いグロース銘柄の現在の企業価値（株価）が高まりやすいことなどが、背景にあると考えられます。

図表1 日本株式：バリュー/グロースと米10年国債利回りの推移



(注) バリュー/グロースは、ラッセル野村バリューインデックスを同グロースインデックスで割った値
(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

図表2 米国株式：バリュー/グロースと米10年国債利回りの推移



(注) バリュー/グロースは、ラッセル1000バリューインデックスを同グロースインデックスで割った値
(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

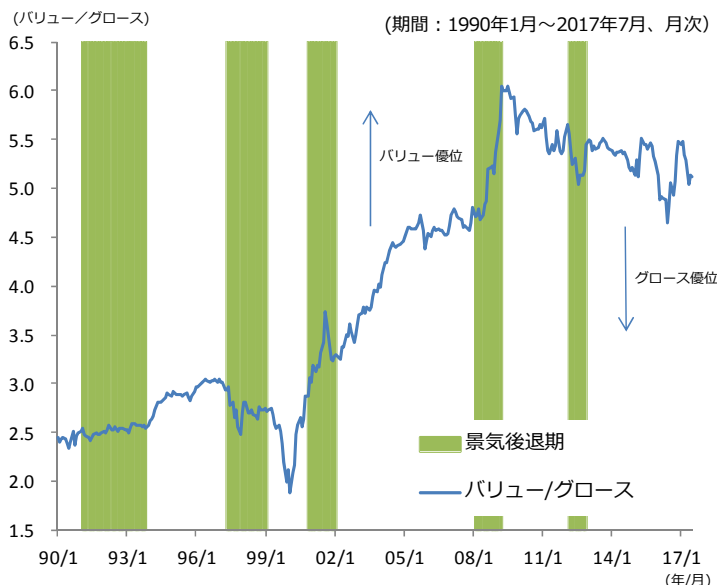
経済成長率や長期金利の低下がグロース優位の背景

景気拡大期はバリュー優位、景気後退期はグロース優位というローテーションには、例外もみられます。

2000年頃までのテクノロジーバブルの時期には、景気の拡大期でもテクノロジー株を筆頭にグロースがアウトパフォームしました。逆に、リーマン危機後の景気後退期に、バリューがアウトパフォームする時期もみられました。リーマン危機前に、商品相場の高騰などを背景に株価が上昇した素材、商社、海運など、当時はグロースに分類された銘柄群※が大幅に下落したことが、その背景にあったとされています。

※国内株式市場におけるバリューとグロースの分類は、株価純資産倍率（PBR）の高低によって行われることが多くみられます。したがって、相場の局面によって、過去にバリューとされていた銘柄がグロースに、グロースとされていた銘柄がバリューに変動することがあります。

図表3 日本株式：景気サイクルとバリュー/グロースの推移



そして今、景気拡大期であるにもかかわらず、グロース株がアウトパフォームしていることが注目されます。ハーバード大学の学長であったサマーズ氏が唱える「長期停滞論」に代表されるように、リーマン危機前に比べて成長率が低水準にとどまり、長期金利も低位で安定していることが、グロース優位の理由と考えられます。

今後1～2年間に予想される3段階シナリオ

国内株式市場におけるバリューとグロースのローテーションと、米国10年国債利回りの動きには、相関が認められます（前頁の図表1）。今後のローテーションは、日米の景気サイクルと米国の長期金利の動向に大きく依存すると考えられ、今後1～2年間程度については、次の3段階のシナリオが予想されます。

➤ 第1段階

経済成長率やインフレが高まらず、米国の長期金利も低位安定し、株式市場ではグロース優位の相場が継続。

➤ 第2段階

米国で減税やインフラ投資が実現して景気が一段と拡大に向かえば、長期金利が上昇し、株式市場はバリュー優位の相場に転換。

➤ 第3段階

その後、景気サイクルが下向きに転じて長期金利が低下し、株式市場はグロース優位の相場に回帰。

以上のように、当面の国内株式市場はグロース優位の展開が予想されるものの、バリュー優位の局面への移行に備えておく必要があるものと思われます。

以上（作成：投資情報部）

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.78%（税抜3.5%）
- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内
- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用（信託報酬）の実質的な負担
 純資産総額×実質上限年率2.052%（税抜1.90%）
 ※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。
- その他費用・手数料**
監査費用：純資産総額×上限年率0.01296%（税抜0.012%）
 ※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。
 ※監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。
- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商 号：岡三アセットマネジメント株式会社
 事 業 内 容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
 登 録：金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第370号
 加 入 協 会：一般社団法人 投資信託協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

カスタマーサービス部 フリーダイヤル **0120-048-214**（9:00～17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く）