

投資講座

「織り込み済み」を
投資に活かす大和証券 花岡幸子 著
(WAVE出版)

ここでは銘柄を選ぶ際のポイント、経済の見方などについて
具体例を挙げながらわかりやすく解説します。

あわせて「**経済用語図鑑**」などを是非、ご活用ください。

先行きの企業業績悪化懸念は 「織り込み済み」

昨年10月から12月にかけて、グローバル株式市場は大きく調整しました。同期間でNYダウは3,130ドル下落(12%下落)し、日経平均株価は4,105円もの下落(17%下落)となりました。米中貿易摩擦懸念が影響したほか、良好だとみられていた企業業績が変調をきたしているのではないかと投資家が危惧したこと、利上げを進める米国の金融政策への懸念、も大きな要因として挙げられます。先行きに不安を感じた投資家が株式を売却し、その結果、株価が下がったといえます。

しかし、年明け以降の株式市場は堅調な動きとなり、2月15日時点では昨年末比NYダウで2,555ドル上昇(11%上昇)、日経平均株価で885円上昇(4%上昇)、NYダウで見ると昨年10～12月の下落分の約8割を取り戻す形となりました。

株式市場が落ち着きを取り戻した背景として、米中通商交渉の進展期待が高まってきたこと、米FRBが「経済や金融市場の動向次第で(金融政策を)修正する用意がある」と柔軟な姿勢を見せたことで、米国の金融政策の行方について市場に安心感が広がったこと、が挙げられます。しかし、投資家が気にしていた企業業績の先行き懸念が解消されたわけではありません。事実、1年半ば以降から発表された10-12月決算の内容を見ると、先行きに対して厳しい見方をしている企業が散見され、楽観視できる状況ではなかったといえます。にもかかわらず、株価が堅調な動きを示したのは、業績の厳しさは「織り込み済み」だったからといわれます。会社側から厳しい内容の決算や見通しが発表されても、多くの投資家は足元や目先の業績は悪いだろうと予想していたため、とくに決算内容に意外感はなく、株価は底堅い動きになったというわけです。

株式市場に織り込まれているか どうかは何でわかる？

新聞や報道などでもよく見かけるこの「織り込み済み」という言葉ですが、織り込まれているかどうかはどこでわかるのでしょうか。

その前に、ある事象(例えば決算の状況)が株価に織り込まれているとはどういうことなのかを見てみましょう。会社の先行きの業績が悪い(良い)と織り込まれている状態だったら、決算発表時にその内容に驚くこと(サプライズ)はありません。逆に、予想していた以上に悪かった(良かった)場合は、発表数字に驚くこと(サプライズ)になります。つまり、事前に投資家が予想できたかどうかがかぎとなります。

予想できたかどうかを知る手掛かりとして、コンセンサスの数字が役に立ちます。企業業績の場合、それを分析し、予想する専門家であるアナリストが各証券会社におり、これらアナリストの予想平均をコンセンサス(市場予想)といいます。コンセンサスの数字が切り下がっている(切り上がっている)状態だったら、先行きの業績に対するアナリストの見方が厳しくなってきた(良くなってきた)と判断し、それをもとに投資家は株式を売ろう(買おう)、といった投資行動をとります。

実際、アナリスト予想の修正度合いを測るリビジョン・インデックス(RI)で見てください。各社アナリストの業績予想を用いて、「(経常利益予想の上方修正銘柄数-同下方修正銘柄数)÷全銘柄数」といった計算式で求めたRIの推移が図表①になります。アナリストの上方修正が増えれば数値は上向き、下方修正が増えれば下向きに動きます。図表①のRIの動きを見ると、日米とも2018年10月以降1月にかけて下方修正が増えていることがわかります。アナリストによる業績下方修正が増えたことによって、多くの投資家が次第に業績の先行きに対して警戒を強めたと推察されます。すなわち、市場での織り込みが進んだのです。

2月以降の日米RIを見ると、引き続きマイナス圏に沈んだままで、上方修正の数よりも下方修正が多い状況ですが、米RIは上向き傾向にあり、上方修正の割合が増えていることがわかります。10-12月決算が出る前から、業績は良くないだろうと事前に身構えていただけに、実際の決算発表を受けて、良好な内容、あるいは思ったほど悪くない決算を出した企業の業績見通しの修正が進んでいると考えられます。

ニュースの織り込みの違いで 反応が異なる例～テロと戦争～

企業業績以外にも、様々なニュースが流れますが、株価に織り込んでいるかどうかで全く反応が異なります。悪材料の最たるニュースとしてテロと戦争が挙げられますが、株価への反応を見ると対照的です。

テロの事例として、2001年9月11日に米国の世界貿易センタービルや国防総省等を襲った同時多発テロで見てください。かつてない悲惨な事件であり、人命などの被害はもちろん、建物の崩壊などを含めてその損失は巨額になりました。こうした大きな悲劇が起こると、一般的にモノやサービスを買おうという気分にはならないものです。消費が鈍るわけですから、企業の立場に立つと、モノやサービスが売れず、売上が上がらなくなります。すると、機械を買って生産能力を増やす必要がなくなるため、設備投資が減少するだけでなく、やがて従業員の削減などのリストラに取り組まなければならなくなります。そうなると、景気は悪化します。それまで景気が拡大していたとしても、事件を契機に、景気の方向性が変わってしまう可能性があるのです。

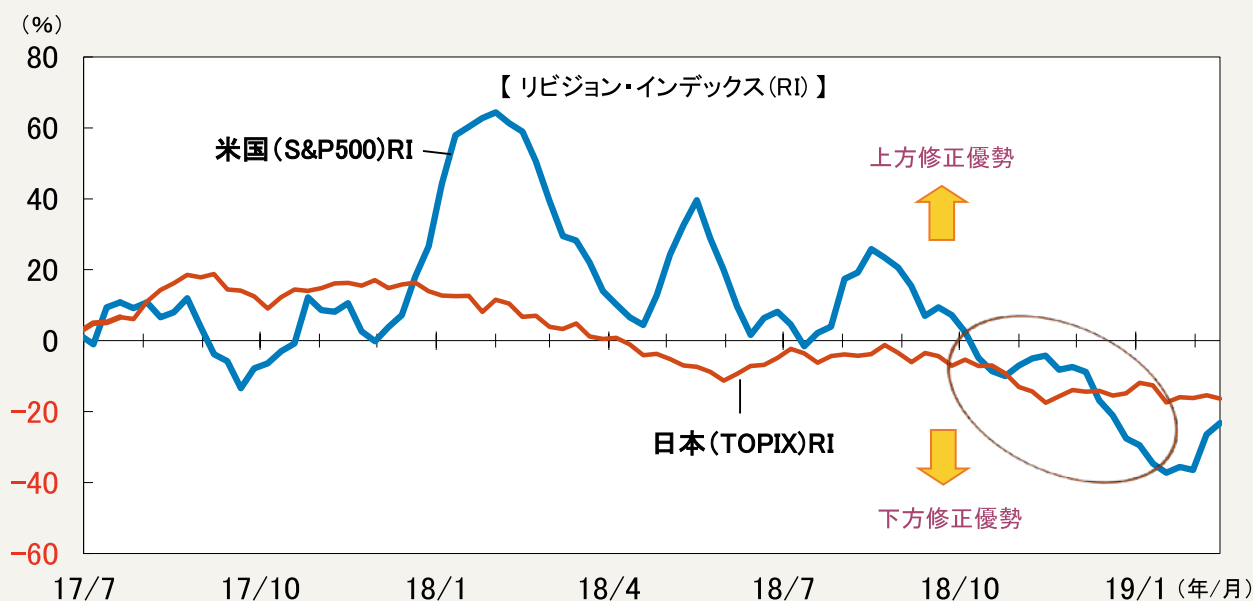
困ったことにテロはいつ、どこで起こるのが予想できません。当然、株式市場に織り込まれておらず、2001年9月11日のテロが発生した際、株式市場は大幅下落に見舞わ

れました(図表②)。実際、2001年9月のテロ後の株価の動きを見てみましょう。テロ直後の9月12日の日経平均株価は前日比682円安(7%安)の9,610円となり、テロ後、市場の再開した9月17日のNYダウは684ドル安(7%安)の8,920ドルと暴落しました。

一方、戦争もテロと同様に悲惨な事例ですが、事前にある程度予期できる点が異なります。対立していた国が様々な交渉を経た後に決裂し、戦争に至るといった段階を踏むので、最悪の事態が起こるかもしれないといった程度の想定をすることはできるでしょう。報道されている内容だけの情報収集では限界がありますが、全くの予想外とはなりにくいといえます。

2003年のイラク戦争を例に見てみましょう。イラク戦争とは、イラクのサダム・フセイン政権が国連による大量破壊兵器の査察に非協力的だという理由から、国連安全保障理事会の明確な決議のないまま、米国が英国と強行した戦争のことです。そもそも1991年の湾岸戦争以降、米国は経済制裁と外交的圧力によってイラクのフセイン政権を国際的に封じ込めてきましたが、2001年9月11日のアメリカ同時多発テロを契機に、イラクの大量破壊兵器保有の可能性を危険視して、フセイン政権転覆を目的とした軍事行動への動きを強めていました。こうした経緯から、当時の米国ブッシュ大統領は2003年3月17日にイラクに最後通告を行い、3月20日に戦争が始まりました(42日間の戦

図表① 業績懸念の織り込みは進展



(注) (12ヶ月先利益予想の上方修正銘柄数-下方修正銘柄数)÷全銘柄数。予想はリフィニティブ集計のアナリストコンセンサス。2/14まで。
(出所)リフィニティブより大和証券作成

闘)。3月17日の最後通告から戦争開始を受けての株価の動きは、NYダウで380ドル上昇(5%上昇)の8,521ドル(17日→21日)、日経平均株価は563円高(7%上昇)の8,435円(17日→24日:日本は休日に加えて祝日を挟んだため)となりました。戦争が起こるのではないかと市場はある程度予期していたため、開始が決まった段階で、戦争の早期終結を織り込みに行ったことが、株価の動きに出ています。

いずれにしても、こうした悪材料が出た後、慌てないことが大切です。ニュースを受けて、「企業業績が実際ひどく落ち込むかもしれない」「事件が起こったことによる心理的なショックだけで、経済や企業業績にはあまり影響がなさそう」などいろいろなケースが考えられます。落ち着いて状況を観察する姿勢を忘れないようにしたいものです。

「織り込み済み」を逆手に取り、投資のチャンスと考える

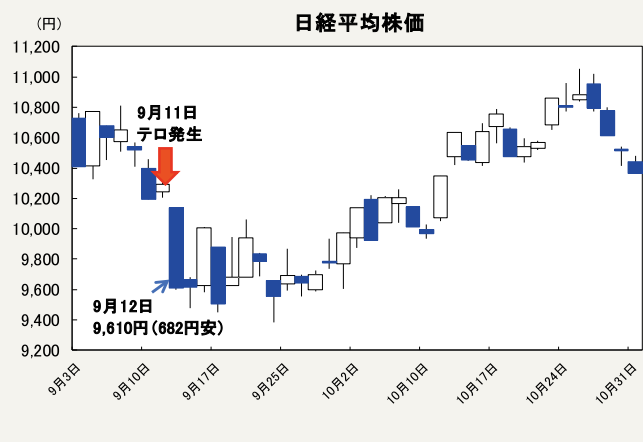
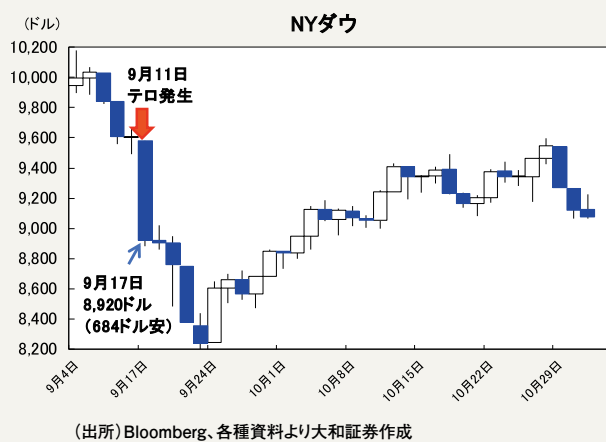
株式市場で投資の成果を上げるには、まだコンセンサスとなっていない段階で株式を買い(売り)、コンセンサスが

形成されたときに売る(買う)という方法があります。AIを駆使したり、アナリストなどの専門家集団を抱えて、いち早く業績の変化をとらえたりすることで収益を上げようとしている会社もあります。ただ、一般の投資家はこうした手法をとることは難しいでしょう。

しかし、市場が悪材料を織り込んだタイミングで投資するといった手法をとることは可能でしょう。例えば、日経平均株価で見るとPBR(株価純資産倍率)の水準から、悪材料の織り込み度合いをある程度把握することができます。これまでの推移から、解散価値を測る目安であるPBR1倍前後に相当する日経平均株価がおおよその下限ラインとなっており、その水準だとかなり悪材料を織り込んだという判断になります(図表④)。

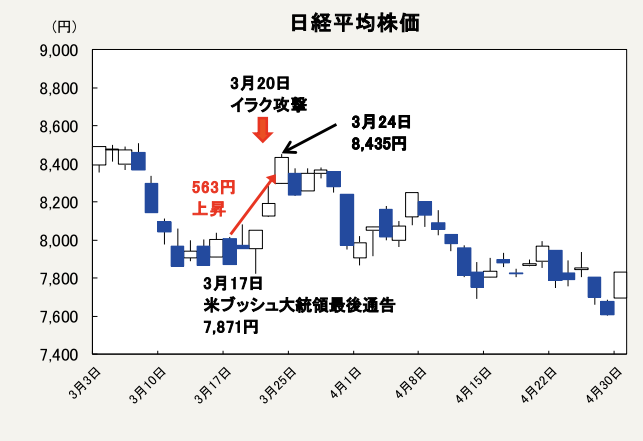
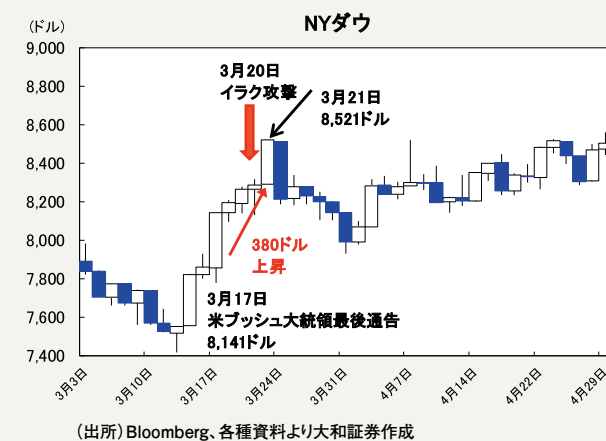
例えば、日経平均株価が現状のPBR 1.11倍(2月15日時点)以下になった時に3年間投資したケースで考えてみましょう。日経平均の実績PBRと3年後の株価騰落率の関係を見ると(図表⑤)、プラスのリターンが得られる確率が高いことがわかります。

図表② 2001年9月のアメリカ同時多発テロを挟んでの動き



(出所) Bloomberg、各種資料より大和証券作成

図表③ 2003年3月のイラク戦争を挟んでの動き

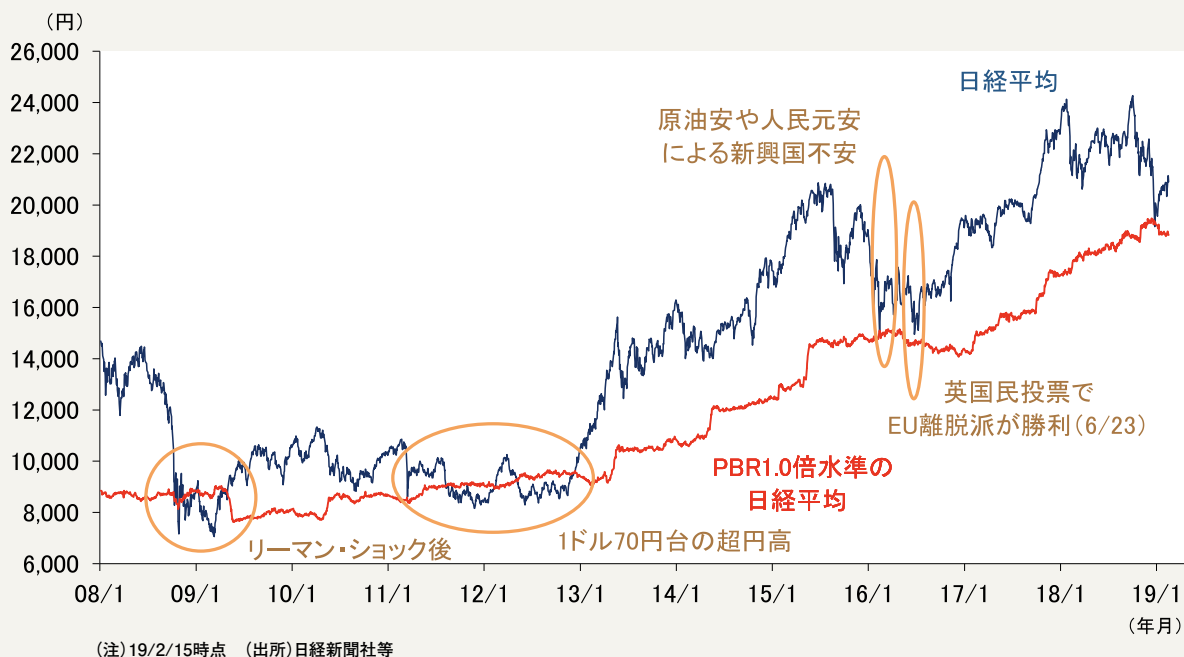


(出所) Bloomberg、各種資料より大和証券作成

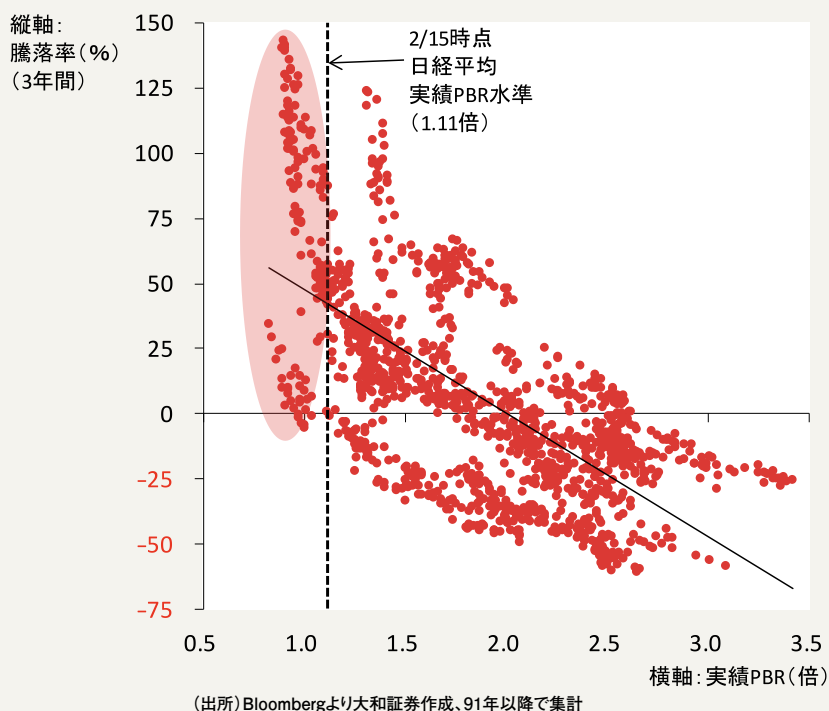
日経平均PBR 1倍程度の水準、あるいは1倍割れとなった過去のタイミングを見ると、リーマン・ショック後、1ドル=70円台の急激な円高進展、新興国ショック、Brexit(英国のEU離脱)決定時といった大きなマイナス材料に見舞われた時期が、これに相当します(図表④)。市場が織り込んでいないような衝撃が走ったタイミングで投資に踏み切る

ことはためられるかもしれません。しかし、悪材料を織り込んだとみられる時期に投資して、株式市場が回復するのをじっと待つといった長期の視点での投資を検討してみてもいかがでしょうか。織り込んでいない悪材料が出てきて、株価が下がるリスクは意外に小さいかもしれません。(花岡 幸子)

図表④ 日経平均株価とPBR1倍水準



図表⑤ 日経平均実績PBRと日経平均騰落率(3年間)



お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大1.24200%（但し、最低2,700円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大0.97200%の国内取次手数料（税込）に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動（裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます）による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された販売手数料および運用管理費用（信託報酬）等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。

商号等 : 大和証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108号

加入協会 : 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会