

MYOJO REPORT

－ 菊池のコメント



相場のサイクル - 基本的な考え方

長期サイクル

相場のサイクルは長期サイクルとして4フェーズある。すなわち、上昇、高値もみ合い、下落、安値もみ合い、である。サイクルの期間は4 - 5年間である。それぞれのフェーズの特徴を以下詳しく述べる。大前提として、アクティブマネージャーのポートフォリオはバリューに分類されるもの、グロースに分類されるものがその時々によって異なるが、いずれにせよ好ファンダメンタル・バイアスがかかっている。

上昇

2003年5月 - 2006年1月

2009年12月 - 現在?

このフェーズの背景は、資産配分で株式の比率を高めていることにある。アセットアロケーターが株式の投資金額の増加を決め、株式運用担当のファンドマネージャーにそれを伝えたとき、ファンドマネージャーは好ファンダメンタルで取り揃えている既存の保有銘柄を全体的に買い増す、という行動に出る。結果としてファンダメンタルがストレートに効く。銘柄選択でのファンドマネージャーの視点は、何を持っていなければならないか、何を持っていてはいけないか、ということが中心となる。(いわゆる買い目線。)

また、このフェーズでは企業業績に底打ち反転から、順調な業績回復を評価するため、バリュエーションよりもリビジョンが強く効く傾向がある。つまり、多少バリュエーションが高くても業績の上方修正を発表する銘柄のほうが、修正が無いバリュエーションが低い銘柄よりも上昇する。下方修正に対しては、持ってはいけない銘柄という位置づけとなり、株価は下方に激しく反応する。

しかしある時点から、上方修正があってもバリュエーションの高い銘柄の株価は上昇しなくなる。これが上昇のフェーズが終わり、次の高値もみ合いのフェーズに移行したサインである。

高値もみ合い

2006年2月 - 2007年7月

このフェーズの背景は、資産配分で株式の比率は十分高められ、高位安定の状態に移行したことである。資産運用のファンドマネージャーは、銘柄入れ替えによって付加価値を出そうとする。すなわち、何を売って何をかうか、という視点が投資行動の中心となる。フ

MYOJO REPORT

－ 菊池のコメント



ファンドマネージャーが判断基準にしやすいのが、PER などフローベースのバリュエーションである。企業業績はまだ成長を続けているため、ただ割安な銘柄は選好されず、今期来期の利益成長とバリュエーションとのバランスが重視される。

1999年から2000年のようにグロースが重視された上昇フェーズの後、高値もみ合いの期間がほとんどない場合もあるが、多くの場合はフローベースのバリュエーションが重視される。いずれにせよ、ある時からそれまで効いていたファクター（多くの場合バリュエーション、2000年のときにはグロース）が突然逆に働き始める。これが高値もみ合いのフェーズが終わり、次の下落のフェーズに移行したサインである。

下落

2007年8月 - 2008年12月

このフェーズの背景は、資産配分で株式の比率を減らしていることにある。上昇のフェーズと全く逆で、アセットアロケーターが株式の投資金額の削減を決め、株式運用担当のファンドマネージャーにそれを伝えたとき、ファンドマネージャーは好ファンダメンタルで取り揃えている既存の保有銘柄を全体的に部分売却する、という行動に出る。結果としてそれまで効いていたファンダメンタル・ファクターが逆に効く。このときファンドマネージャーに銘柄選択の視点は生まれない。持っているものを売る以外の選択肢は無いからである。アクティブマネージャーに幅広く持たれている銘柄（＝ファンダメンタルがいい銘柄）ほど、株価が大きく下落する。企業業績はいまだ成長を続けているにもかかわらず、フローベースもストックベースも、いかなるバリュエーションも機能しないどころか、むしろ逆に効く、という教科書的にはありえない現象が続く。

下落のフェーズに入って6 - 12ヶ月程度で企業業績はピークアウトして、業績悪化が始まると株価下落に拍車がかかる。業績悪化が顕在化すると、ファンドマネージャーは景気敏感銘柄を減らし、内需・ディフェンシブ銘柄を増やす、という行動に出る。ある時点から、業績下方修正など企業業績悪化のニュースフローに対して、大型優良銘柄の株価が下方に反応しなくなる。これが下落のフェーズが終わり、次の安値もみ合いのフェーズに移行したサインである。

安値もみ合い

2009年1月 - 2009年11月

このフェーズの背景は、資産配分で株式の比率は十分削減され、低位安定の状態に移行したことである。機械的に保有ポートフォリオの売却を強いられてきたファンドマネージャーは、業績悪化が続いたとしても、こんな優良な銘柄の株価が信じられないほど下落していることに注目し始める。銘柄選択でのファンドマネージャーの視点は、企業規模、市場

MYOJO REPORT - 菊池のコメント



でのシェアなど企業の持続可能な本源的競争力、バランスシートの質、および PBR に代表されるストックベースのバリュエーションである。利益水準は大幅に低下しているか、赤字転落しているため、フローベースのバリュエーションは使えない。

下落フェーズが続いているうちにポートフォリオはディフェンシブ・バイアスになっていることが多いため、PBR などストックベースのバリュエーションで見て割安な大型優良景気敏感銘柄の株価が上昇する。ディフェンシブ銘柄は売却対象になるため、ファンダメンタルと関係なく株価は下落する。しかし企業業績の底打ちという裏付けが無い状態での景気敏感銘柄の株価上昇であるため、ある程度株価が上昇した後にネガティブニュースフローに株価が下方に反応し、景気敏感銘柄が売られディフェンシブ銘柄が買いなおされ、もみ合いを形成する。

その後、水準は低いながらも業績の上ぶれ（実績の過達や予想の上方修正）が発表され始める。赤字縮小でも業績の上ぶれである。この時点から市場は業績の底打ち反転を本格的に織り込み始め、安値もみ合いのフェーズから次の上昇のフェーズに移行する。

中期サイクル

ここからは MYOJO REPORT 菊池のコメントを会員のみ公開させていただきます。

お申し込みはこちら <http://www.wildinvestors.com/member/>

こちらのレポート「相場のサイクル - 基本的な考え方」を大前提にして、随時レポートを配信していきます！

菊池 真

日本債券信用銀行（現あおぞら銀行）マーキュリー投資顧問等の外資系投資顧問会社にて日本株ファンドマネージャーとして活躍の後、2003 年にミョウジョウ・アセット・マネジメント（株）を設立