



## 市川レポート

## 前回の米金融政策正常化局面におけるバリュー株とグロース株

- 米金融政策正常化が進んだ2014年から2018年までのバリュー株とグロース株の動きを検証する。
- 各年の騰落率と全期間の騰落率をみると米国では総じてグロース株のパフォーマンスが良好だった。
- 日本も同じ結果、米金融政策正常化は必ずしも長期金利上昇、バリュー株優位にはつながらず。

## 米金融政策正常化が進んだ2014年から2018年までのバリュー株とグロース株の動きを検証する

今回のレポートでは、米連邦準備制度理事会（FRB）が、過去に金融政策の正常化を進めた際、バリュー株とグロース株はどのように動いたかを検証します。具体的には、S&P500バリュー指数とS&P500グロース指数について、2014年から2018年までの各年の騰落率と、全期間を通じた騰落率を比較します。また、長期金利との関係を見るため、米10年国債利回りの変化幅も確認します。

はじめに、2014年からみていきます。この年は、1月に量的緩和の縮小（テーパリング）が開始され、同年10月に終了しましたが、S&P500バリュー指数は9.6%上昇、S&P500グロース指数は13.0%上昇、米10年国債利回りは86ベーシスポイント（bp、1bp=0.01%）低下しました。次に、12月に利上げ開始となった2015年は、S&P500バリュー指数が5.6%下落、S&P500グロース指数は3.8%上昇、米10年国債利回りは10bp上昇しました。

【図表1：S&amp;P500バリュー指数とグロース指数】

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2014～2018年
S&P500バリュー指数	+9.6%	-5.6%	+14.3%	+12.6%	-11.3%	+18.1%
S&P500グロース指数	+13.0%	+3.8%	+5.1%	+25.4%	-1.4%	+52.4%
米2年国債利回り	+28bp	+38bp	+14bp	+69bp	+60bp	+211bp
米10年国債利回り	-86bp	+10bp	+17bp	-4bp	+28bp	-34bp

(注) S&P500バリュー指数とグロース指数は変化率。国債利回りは変化幅。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表2：TOPIXバリュー指数とグロース指数】

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2014～2018年
TOPIXバリュー指数	+6.9%	+9.6%	-1.1%	+17.0%	-19.1%	+9.6%
TOPIXグロース指数	+9.2%	+10.3%	-2.7%	+22.5%	-16.4%	+20.0%
日本2年国債利回り	-12bp	+1bp	-17bp	+5bp	-1bp	-24bp
日本10年国債利回り	-41bp	-6bp	-22bp	±0bp	-5bp	-74bp

(注) TOPIXバリュー指数とグロース指数は変化率。国債利回りは変化幅。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



## 各年の騰落率と全期間の騰落率をみると米国では総じてグロース株のパフォーマンスが良かった

2016年も12月に1回の利上げが行われましたが、S&P500バリューストック指数は14.3%上昇、S&P500グロース指数は5.1%上昇、米10年国債利回りは17bp上昇しました。2017年は、3月、6月、12月に追加利上げが行われ、10月にFRBのバランスシート縮小が始まりました。この年、S&P500バリューストック指数は12.6%上昇、S&P500グロース指数は25.4%上昇、米10年国債利回りは4bp低下しました。

そして、2018年は、3月、6月、9月、12月に追加利上げが行われ、S&P500バリューストック指数は11.3%下落、S&P500グロース指数は1.4%下落、米10年国債利回りは28bp上昇しました。最後に、2014年から2018年までの5年間でみた場合、S&P500バリューストック指数は18.1%上昇、S&P500グロース指数は52.4%上昇、米10年国債利回りは34bp低下、という結果になりました。

## 日本も同じ結果、米金融政策正常化は必ずしも長期金利上昇、バリューストック優位にはつながらず

以上の動きをまとめたものが図表1になります。FRBが金融政策の正常化を進めた2014年から2018年までの期間において、S&P500バリューストック指数の年間騰落率がS&P500グロース指数を上回ったのは2016年のみでした。また、全期間を通じてみると、米国債の利回りは、利上げの影響で2年が上昇する一方、期待インフレ率の抑制で10年は低下、S&P500バリューストック指数の騰落率はS&P500グロース指数を大きく下回りました。

一般に、米金融政策の正常化が進むと、長期金利が上昇し、バリューストックが優位になるとの見方は多いのですが、前回の正常化局面では、必ずしもそのような動きになりませんでした。また、図表2は、東証株価指数（TOPIX）のバリューストック指数とグロース指数の動きを比較したのですが、結果は米国のケースと同じでした。この先、米国で金融政策の正常化が進む見通しですが、バリューストックの動向は慎重にみておく必要があると思われます。

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき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。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的財産その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。■当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友DSアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

## 取り扱い金融商品に関する留意事項

●商号等: 岡三証券株式会社 岡三オンライン証券カンパニー/金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53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、一般社団法人日本暗号資産取引業協会

●リスク:【株式等】株価変動による値下りの損失を被るリスクがあります。信用取引、先物取引、オプション取引および株価指数証拠金取引(以下、「CFD」という。)では投資金額(保証金・証拠金)を上回る損失を被る場合があります。株価は、発行会社の業績、財務状況や金利情勢等様々な要因に影響され、損失を被る場合があります。投資信託、不動産投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等は、裏付け資産の評価額(指数連動型の場合は日経平均株価・TOPIX 等)等、先物取引、オプション取引および CFD は対象指数等の変化に伴う価格変動のリスクがあります。外国市場については、為替変動や地域情勢等により損失を被る場合があります。上場新株予約権証券は、上場期間・権利行使期間が短期間の期限付きの有価証券であり、上場期間内に売却するか権利行使期間内に行使しなければその価値を失い、また、権利行使による株式の取得には所定の金額の払込みが必要です。CFD では建玉を保有し続けることにより金利相当額・配当相当額の受け払いが発生します。【外貨建て債券】債券の価格は基本的に市場の金利水準の変化に対応して変動するため、償還の前に売却すると損失を被る場合がございます。また、額面金額を超えて購入すると償還時に損失を被る場合がございます。債券の発行者又は債券の元利金の支払いを保証している者の財務状態の悪化等により、債券の価格が変動し損失を被る場合がございます。債券の発行者又は債券の元利金の支払いを保証している者の財務状態の悪化等により元本や利子の支払いが滞り損失を被る場合がございます。外貨建て債券は外国為替相場の変動などにより、円換算でのお受取金額が減少する恐れがあります。これにより円換算で投資元本を割込み、損失を被る場合がございます。【FX】外国為替証拠金取引(以下、「FX」という。)は預託した証拠金の額を超える取引ができるため、対象通貨の為替相場の変動により損益が大きく変動し、投資元本(証拠金)を上回る損失を被る場合があります。外貨間取引は、対象通貨の対円相場の変動により決済時の証拠金授受の額が増減する可能性があります。対象通貨の金利変動等によりスワップポイントの受取額が増減する可能性があります。ポジションを構成する金利水準が逆転した場合、スワップポイントの受取から支払に転じる可能性があります。為替相場の急変時等に取引を行うことができず不測の損害が発生する可能性があります。【各商品共通】システム、通信回線等の障害により発注、執行等ができず機会利益が失われる可能性があります。

●保証金・証拠金:【信用】最低委託保証金 30 万円が必要です。信用取引は委託保証金の額を上回る取引が可能であり、取引額の 30%以上の委託保証金が必要です。【先物・オプション】発注必要証拠金および最低維持証拠金は、「(SPAN 証拠金額×当社が定める掛け目) - ネットオプション価値の総額」とし、選択取引コース・取引時間によって掛け目は異なります。当社の Web サイトをご確認ください。また、変更の都度、当社の Web サイトに掲載いたします。【CFD】発注証拠金(必要証拠金)は、株価指数ごとに異なり、取引所により定められた証拠金基準額となります。Web サイトで最新のものをご確認ください。【FX】個人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所 FX では、取引所が定める証拠金基準額に選択レバレッジコースに応じた所要額を加えた額とし、店頭 FX では、取引金額(為替レート×取引数量)× 4%以上の額とします。一部レバレッジコースの選択ができない場合があります。法人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所 FX では、取引所が定める証拠金基準額とし、店頭 FX では、取引金額(為替レート×取引数量)×金融先物取引業協会が公表する数値とします。発注証拠金に対して、取引所 FX では、1 取引単位(1 万又は 10 万通貨)、店頭 FX では、1 取引単位(1,000 通貨)の取引が可能です。発注証拠金・取引単位は通貨ごとに異なります。Web サイトで最新のものをご確認ください。

●手数料等諸費用の概要(表示は全て税込・上限金額):【日本株】取引手数料には 1 注文の約定代金に応じたワンショットと 1 日の合計約定代金に応じた定額プランがあります。ワンショットの上限手数料は現物取引で 3,300 円、信用取引で 1,320 円。定額プランの手数料は現物取引の場合、約定代金 200 万円以下で上限 1,430 円、以降約定代金 100 万円ごとに 550 円加算、また、信用取引の場合、約定代金 200 万円以下で上限 1,100 円、以降約定代金 100 万円ごとに 330 円加算します。手数料プランは変更可能です。信用取引手数料は月間売買実績により段階的減額があります。信用取引には金利、管理費、権利処理等手数料、品貸料、貸株料の諸費用が必要です。【上場新株予約権証券】日本株に準じます。【中国株】国内取引手数料は約定金額の 1.1%(最低手数料 5,500 円)。この他に香港印紙税、取引所手数料、取引所税、現地決済費用の諸費用が必要です。売買にあたり円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。【外貨建て債券】外貨建て債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により購入する場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。外貨建て債券の売買、償還等にあたり、円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。【先物】取引手数料は、通常取引コースの場合、日経 225 先物が 1 枚につき 330 円(取引枚数により段階的減額あり)、日経 225mini、ミニ TOPIX 先物、東証 REIT 指数先物、TOPIX Core30 先物、東証マザーズ指数先物、JPX 日経インデックス 400 先物が 1 枚につき 44 円、TOPIX 先物、日経平均 VI 先物が 1 枚につき 330 円、NY ダウ先物が 1 枚につき 880 円。アクティブ先物取引コースの場合、日経 225 先物が 1 枚につき 275 円、日経 225mini が 1 枚につき 27 円です。【オプション】取引手数料は、日経 225 オプションが約定代金に対して 0.176%(最低手数料 220 円)、TOPIX オプションが約定代金に対して 0.22%(最低手数料 220 円)です。【CFD】取引手数料は、セルフコースは 1 枚につき 330 円、サポートコースは 1 枚につき 3,300 円です。【投資信託】換金時には基準価額に対して最大 0.50%の信託財産留保金をご負担いただく場合があります。信託財産の純資産総額に対する信託報酬(最大 2.42%(年率))、その他の費用を間接的にご負担いただきます。また、運用成績により成功報酬をご負担いただく場合があります。詳細は目論見書でご確認ください。【FX】取引所 FX の取引手数料は、セルフコースはくりっく 365 が無料、くりっく 365 ラージが 1 枚につき 1,018 円、サポートコースはくりっく 365 が 1 枚につき 1,100 円、くりっく 365 ラージが 1 枚につき 11,000 円です。店頭 FX の取引手数料は無料です。スプレッドは、通貨ごとに異なり、為替相場によって変動します。Web サイトで最新のものをご確認ください。

●お取引の最終決定は、契約締結前交付書面、目論見書等および Web サイト上の説明事項等をよくお読みいただき、ご自身の判断と責任で行ってください。