



グローバル株式市場で復活の兆しを見せるバリュー株



2018年12月4日



アビ・ラビ

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド
グローバル及びインターナショナル・バリュー株式最高投資責任者



麻生 武男

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド
グローバル及びインターナショナル・バリュー株式 ポートフォリオ・マネジャー



タウヒード・アリ

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド
欧州バリュー株式最高投資責任者 兼
グローバル及びインターナショナル・バリュー株式 ポートフォリオ・マネジャー



バリュー株は過去数年間アンダーパフォームした。しかし、ここへきて潮目が変わりつつあるかもしれない。足元では割安銘柄が復調の兆しを見せており、長期にわたるグロース株優位相場が転換する可能性を示唆する指標も現れている。

業績回復余地が過小評価され、株価バリュエーションが割安な水準に留まっている銘柄を重視するバリュー

投資に特化してきた投資家にとって、過去10年間は厳しい局面だった。期間の大半にわたり、世界的にバリュー株がグロース株をアンダーパフォームしたからだ。特にここ2年間は、代表的な高成長銘柄である米国のFAANG（フェイスブック、アマゾン、アップル、ネットフリックス、グーグル）の人気上昇がこうしたトレンドに拍車を掛けてきた。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://blog.alliancebernstein.com/library/value-stocks-show-signs-of-awakening>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2018年11月6日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもと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。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。個々のロゴマーク、ブランド、その他商標は個々の権利の所有者に帰属します。当資料においては例示のみを目的としており、各商標保有者の商品の推薦、スポンサーを目的としたり、商標所有者との提携や資本関係を示すものではありません。アライアンス・バーンスタインおよびABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

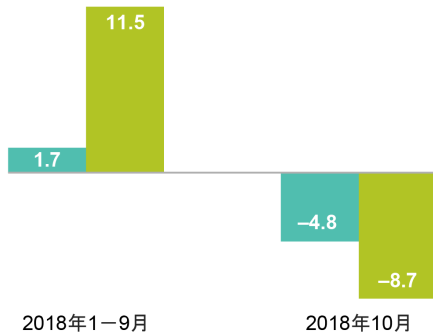
2018年7-9月期は変化の兆し

しかし、最近ではバリュー株が息を吹き返す兆しが現れている。2018年7-9期は新興国市場でバリュー株のパフォーマンスがグロース株を8.8%ポイント上回ったほか、日本でもバリュー株がアウトパフォーマンスした。株価

が急落した10月も、MSCIワールド・バリュー指数の下げ幅は4.8%にとどまり、MSCIワールド・グロース指数を4%ポイント近くアウトパフォーマンスした(図表1、左図)。10月は、実は全地域にわたりバリュー株がグロース株をアウトパフォーマンスした(図表1、右図)。

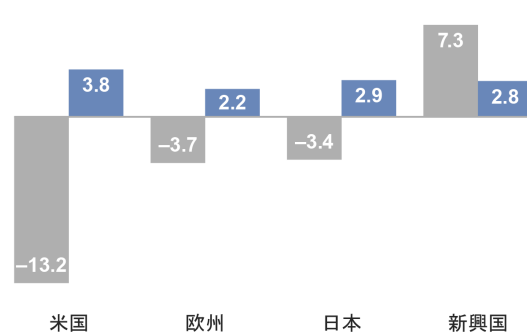
【図表1】 10月のグローバル株式市場ではバリュー株がグロース株をアウトパフォーマンス

9月まではグロース株がバリュー株をアウトパフォーマンス



● MSCI ワールド・バリュー指数 ● MSCI ワールド・グロース指数

足元ではバリュー株のパフォーマンスが改善
リターン格差: バリュー指数-グロース指数



● 2018年1-9月 ● 2018年10月

過去のパフォーマンスや現在の分析は将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

2018年10月31日現在
リターンは現地通貨建て

米国はラッセル1000バリュー指数とラッセル1000グロース指数、欧州はMSCIヨーロッパバリュー指数とMSCIヨーロッパグロース指数、日本はTOPIXバリュー指数とTOPIXグロース指数、新興国はMSCI エマージング・マーケット・バリュー指数とMSCI エマージング・マーケット・グロース指数に基づきます。

出所: 東京証券取引所、ファクトセット、ラッセル・インベストメンツ、MSCI、AB

こうした最近の動きが、バリュー株に資金が向かう大きな変化の始まりだと判断するのは時期尚早である。それでも、バリュー株の長く暗い冬が終わりを告げつつあるかもしれないと考えるのには相応の理由がある。

1. **金利上昇は通常、バリュー株の追い風となる:** 金利が上昇すると、グロース株のバリュエーションはバリュー株よりも大きく低下する傾向がある。その理屈は単純だ。金利上昇は投資家が将来のキャッシュフローに適用する割引率を押し上げる。グロース株は長期的な利益成長から価値の大半を生み出しているが、足元では必ずしも多くのキャッシュを創出しているわけではないことが多い。対照的に、バリュー株は長期的な成長力は低いものの、すでに潤沢なキャッシュフローを生み出しているケースが多い。そのため、割引率が上昇してもバリュー株のバリュエーションはそれほど大きな影響を受けずに済む。したがって、米国の金利が歴史的な低水準から上向きつつある現在、バリュー株の本格的な回復に向けた環境が整いつつある可能性がある。

2. **企業業績とバリュエーションの乖離が著しい:** バリュー株はグロース株よりも利益成長率が低いことが多い。これはグロース株の定義を考えれば当然ではあるが、そのためバリュー株はグロース株と比べ割安な株価バリュエーションで取引されるケースが多い。株価予想収益率で見ると、足元のグローバル株式市場におけるバリュー株のバリュエーションは、グロース株を35%下回る水準にある。利益成長率に関するバリュー株とグロース株の間の格差が長期平均並みであることを踏まえれば、このバリュエーションのディスカウント幅は通常より大きいと言える。利益が株価バリュエーションにとって重要な要因だと考えるなら、このディスカウント幅は正当化するのが難しい。この歪みが修正される時、バリュー株は力強いパフォーマンスを示す可能性がある。

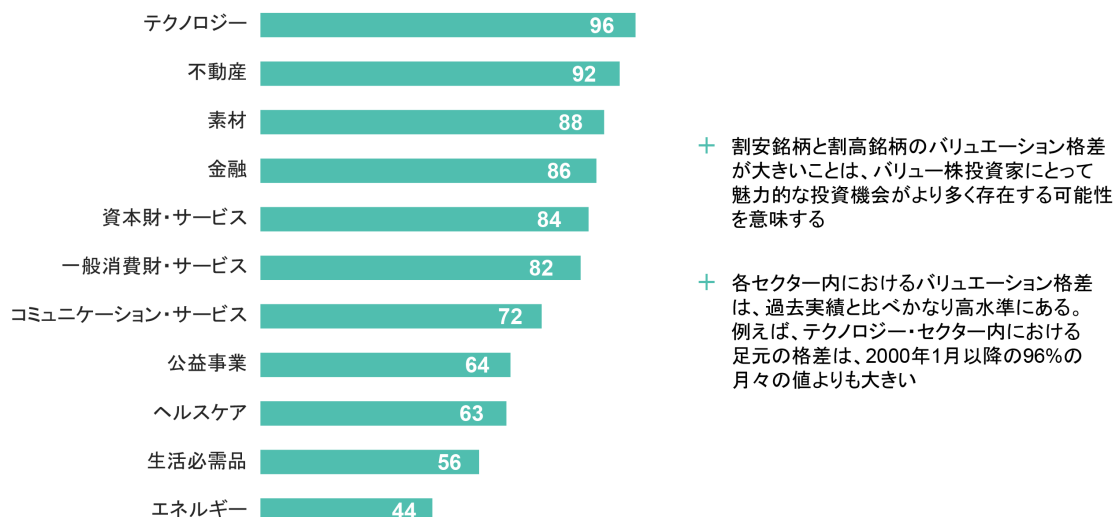
3. **幅広いセクターで投資機会:** 一部の業種は、金利上昇局面でパフォーマンスが良くなる傾向がある。例えば金融セクターでは、銀行は利ザヤ拡大による恩恵を受けるし、保険会社は負債を賄う上でコスト低下が追い風となる。しかし、これらのセクター以

外でも、一般消費財からテクノロジーや素材まで、幅広いセクターで過小評価されている銘柄を見つけ出すことができる。各セクター内における最も割安な銘柄群と最も割高な銘柄群のバリュエーション

・スプレッドは異例なほど高水準に拡大している(図表2)。これは、特定のセクターに大幅にポジションを傾けなくても、投資機会は豊富に存在していることを意味している。

【図表2】 幅広いセクターでバリュー投資機会が拡大

グローバル株式市場: 大半のセクターで銘柄間のバリュエーション格差が高水準
 株価純資産倍率で見た割安度上位20%銘柄群と下位20%銘柄群のバリュエーション格差
 (2000年1月以降の月次データにおける百分位ベースのランキング)*



- + 割安銘柄と割高銘柄のバリュエーション格差が大きいことは、バリュー株投資家にとって魅力的な投資機会がより多く存在する可能性を意味する
- + 各セクター内におけるバリュエーション格差は、過去実績と比べかなり高水準にある。例えば、テクノロジー・セクター内における足元の格差は、2000年1月以降の96%の月々の値よりも大きい

現在の分析は将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

2018年9月30日現在

*ABグローバル大型株ユニバースにおける株価純資産倍率に基づく割安度上位20%銘柄と下位20%銘柄のバリュエーション格差

出所: シカゴ大学証券価格研究センター、ファクトセット、MSCI、S&P、AB

厳しい市場環境はバリュー株に有利

最近の市場の混乱は、株式投資家の信頼感を揺るがせた。しかし、割安な投資機会を探し求めるバリュー投資家は、ボラティリティを歓迎すべき面もある。企業業績が比較的堅調な動きを維持している中では、特にそう言える。米国を始めとする一部の市場では、来年は企業業績の伸びが鈍化する見込みだが、世界的に見れば力強さを維持している。市場の下落は投資家に痛みをもたらしてきたが、株価は、米国市場ですら2018年1月下旬のピーク時に比べはるかに割安な水準となっている。

バリュー株は過去においても、市場環境が最も厳しい時期にグロース株を上回るパフォーマンスを示してきた(次ページの図表3)。その理由は、市場が調整する場面では、それまで最も大きく上昇してきた銘柄の下げが最もきつくなる傾向があるからである。例えば、MSCIがバリュー株指数とグロース株指数を設定した1975年以降、市場が暦年ベースで幅広く下落した年は9回

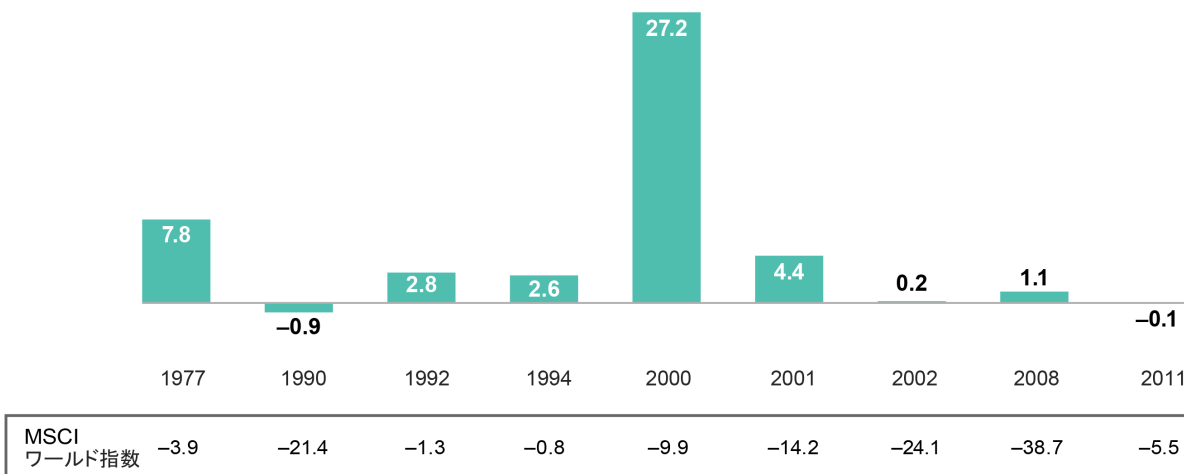
あったが、そのうち7回においてはバリュー株がグロース株をアウトパフォームした。ITバブルが崩壊した2000年には、バリュー株のパフォーマンスはグロース株を27%ポイント上回った。

バリュー株はリスクが高いとみなされることが多いが、実際はボラティリティから投資家を守る役割を果たす可能性がある。キャッシュフロー利回りがかなり高水準にある現在、潤沢にキャッシュフローを創出しているにもかかわらず株価が割安な企業は、市場全体のバリュエーションがさらに大幅低下することがあれば、緩衝材となり得るからである。

そして、ボラティリティはバリュー投資家に投資機会をもたらすこともある。市場が下落している場面では、優れた企業の株価も下落する。こうした流れに逆らい、堅実であるにもかかわらず過小評価されているビジネスを展開している割安な銘柄をポートフォリオに取り入れられれば、バリュー株が回復する場面では大きなリターンを期待し得るポジションを構築することができる。

【図表3】 市場下落局面ではバリュー株がグロース株をアウトパフォームすることが多い

MSCI ワールド・グロース指数に対するMSCI ワールド・バリュー指数のリターン(%)



過去のパフォーマンスや現在の分析は将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。
2018年10月31日現在
出所:ファクトセット、MSCI、AB

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp/>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

+ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

+ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- + 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.24%(税抜3.00%)です。
- + 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- + 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.0304%(税抜1.8800%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。