



ALLIANCEBERNSTEIN®

知の広場  
Knowledge Forum

## ハイテク株は割高だという通説は正しいか？



2020年9月9日



レイ・チウ

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー

インターナショナル・テクノロジー・ポートフォリオ ポートフォリオ・マネジャー



あらゆるハイテク株が急上昇を続ける中、多くの投資家は、現在のハイテク株は割高なのではないかと疑問を抱いている。しかし、バリュエーションが高水準にあっても、テクノロジーの世界は長期的な成長の可能性を秘めているとアライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）では考えている。

ハイテク株上昇の勢いは衰えを知らないようだ。アップルやマイクロソフト、そしてアマゾンやアリババ・グループのようなテクノロジーを駆使した消費者向け企業は、新型コロナウイルスの感染拡大が続く中でも好調である。また、クラウドベースのサービス・プロバイダーやフィンテック、電子商取引の企業など、回復力が強い革新的なリーダーたちも、パンデミックによってビジネスや消費者にもたらされた急速な変化に後押しされ、堅調な成長を見せている。

ハイテク株が多く組み入れられているナスダック総合指数は、2020年初来7月31日時点で20.5%上昇し、またMSCI ワールド・テクノロジー指数は同期間に20.8%上昇した。S&P 500指数やMSCI ワールド指数の回復の弱さと比較すると、投資家がハイテク株に注目していることは明らかだ。

堅調な上昇がハイテク株のバリュエーションを押し上げている。世界のハイテク株の予想株価収益率は26.5倍で、これはMSCI ワールド指数に比べて30%のプレミアムがついていることになる。この差は正当なものなのか、それとも非合理的な投資家心理に基づくものなのか。この未曾有の時代にあつては、特に持続的な成長ドライバーを有する企業については、ある程度の高値は妥当であると考えます。投資家は、いくつかの通説の真偽を見抜き、投資機会を見極める必要がある。

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/debunking-the-myths-of-high-priced-tech-stocks.htm>

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。

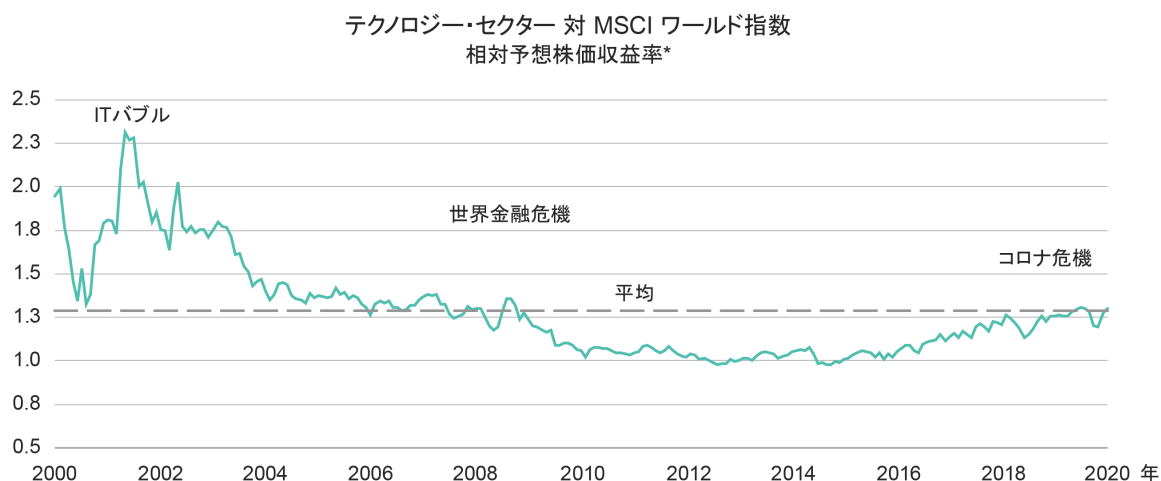
当資料は、2020年8月31日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説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。アライアンス・バーンスタイン及び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。

## 通説1: すべてのハイテク株は割高である

テクノロジー・セクターを構成する企業は多種多様であり、すべてのハイテク企業が割高なわけではない。実

際、当セクターのバリュエーション・プレミアムは、過去の高い水準に比べて低い(図表1)。

【図表1】 過去との違い: 現在のハイテク株のバリュエーションは過去の水準より低く、株価上昇の余地がある



過去の一定期間の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

\*今後12カ月の予想利益に基づきます。

2020年7月31日まで

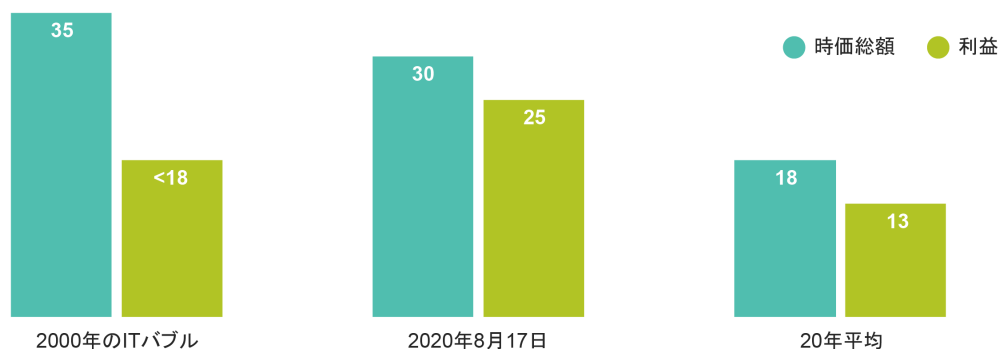
出所: ファクトセット、MSCI、AB

2000年3月の市場のピーク時には、MSCIワールド指数においてテクノロジーと通信サービスを合わせたセクターが時価総額の35%を占めている状態で利益が占める割合は18%未満であったが、現在はこの2つのセクターが時価総額の30%を占める中、利益は25%近く

を占めている(図表2)。その理由は何か? これまで以上にインターネットに接続された世界では、ハイテク企業はネットワーク効果の恩恵をますます受けており、スケールメリットを活用して、より高い利益を生み出しているのだ。

【図表2】 過去との違い: テクノロジーと通信サービスのセクターは指数の中で占める割合が高いが、利益が占める割合も大きい

指数のうちテクノロジーと通信サービスを合わせたセクターが占める割合(%)



過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2020年8月17日現在

出所: ファクトセット、MSCI、AB

## 通説2: 割高 = リスク

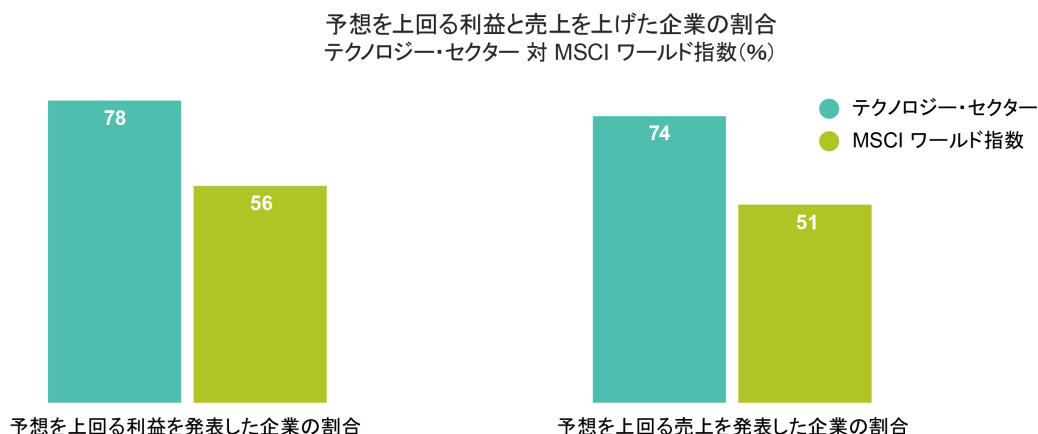
高バリュエーション株に投資することは高リスクとなるのか？ 必ずしもそうではない。高バリュエーションの背景にある理由や見通しが大きく異なる場合には特にそうである。例えば、長期的な成長ドライバーを持つハイテク企業はより高水準の実現可能性の高い利益成長が期待されるが、一方で景気敏感型の企業は、パンデミックによるダメージを受けたマクロ経済に左右されるため、よりリスクが高いと考えられる。

足元の決算発表の内容を見ると、ハイテク企業群は前年比で増収増益を報告している数少ない企業群の1つである。また、ハイテク企業は事前予想をはるかに上回る業績を上げた。MSCI ワールド指数を構成するハイテク企業の約74%が事前予想を上回り、78%の企業の利益が事前予想を上回ったのに対し、市場全体ではそれぞれ51%と56%にとどまった(図表3)。

ABでは、バリュエーションの上昇は、幅広い投資家層のリスク許容度の低さを反映していると考えている。現在、ハイテク企業は、生活必需品セクターの企業と同水準のバリュエーションで取引されているが、より質の高い成長特性を有している。例えば、実店舗をベースとする小売業者やITサービスや機器を実際の現場で提供するテクノロジー企業の株式は割安に見えるかもしれないが、パンデミックが続き、逆風が強まれば、さらに株価が下落する可能性がある。

低金利環境もまた、ハイテク企業の成長見通しを後押ししている。高成長企業は、将来の収益や利益に基づき、より高いインカムを得る傾向にある。そのため、低金利が続けば、インカムは割引率の低下の恩恵を受け、株価が押し上げられる。

【図表3】 ハイテク企業は予想を大きく上回る決算を発表



過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
割合は各企業の決算発表日の2週間前の市場予想平均と比較したデータに基づきます。

2020年8月19日現在

出所: ブルームバーグ、コンピュスタット、トムソン・ロイター・ファースト・コール、ゴールドマン・サックス・グローバル・インベストメント・リサーチ、I/B/E/S、MSCI、AB

## 通説3: ファンダメンタルズよりもバリュエーションが重要

ABでは、バリュエーションに偏った議論は正しいものではないと考える。また投資家は株価を重視しすぎて、利益成長の可能性に十分に目を向けていないのではないかと考えている。

2007年にアップルが第1世代iPhoneを売り出した時のことを思い出してみよう。アップルの株価は、初年度に世界で300万台を販売するという予測に基づいて、約18米ドルという驚異的な高値で取引された。それが現

在では毎年2億台が売れている。これは、常に割高と考えられていたアマゾンと一緒によく知られる成長物語である。しかし、2019年末時点で2,800億米ドル規模の収益を上げている企業であっても、同社は一貫してアナリストの収益予想を上回りながら、利益も上向いている。

革新的なハイテク企業は、ある一時点でのコンセンサス予想だけに基づいて見ると、割高に見えるかもしれない。しかし、真のテクノロジー・リーダー企業はビジョンと粘り強さを持っている。そのような企業は、常に改善と改革を続けており、変化・成長する市場ニーズに

対応した新製品やサービスを提供することで競争力を維持している。成功を収めるためには、将来も確実に生き残るために、現在のビジネスモデルを自己否定することをいとわない覚悟が必要になることもある。恐らくそれは最も難しく、賛否の分かれる選択であるだろうが。ネットフリックスが良い例だ。同社が最初に市場を驚かせたのは、当時成功していたDVDのメール便レンタル・サービスから劇的にシフトして、今日では1億9,300万人の会員を誇るものの当時はまだ検証されていなかったストリーミングモデルを導入したときであった。アマゾンも典型的な例だ。伝統的なオンライン書店としてスタートした同社は、小売り、広告、ストリーミングメディア、物流、クラウドベースのインフラサービスを含むテクノロジー大国へと成長した。そして、この変化の間、一時点での予想では、リスクを見誤ったり、利益を過小評価したために、同社の成長の可能性と持続可能性は過小評価されていた。

成功する革新的な企業は、単に新しく良いアイデアを持っているだけではない。将来も生き残る革新企業は、収益と利益が持続的に成長する可能性を有しているべきだ。現在は流動性が潤沢であるため、成長企業が見逃されている。そしてその多くは小規模であり知られていない企業である。すべての企業がアマゾンのようになるわけではないが、中には次世代のリーダーとなるにふさわしい特性を持っている企業もあるかもしれない。その特性とは、変革をもたらすインパクトのある製品やサービス、そして成長の過程で常に自分自身を絶えず改革し続けることのできるDNAを有していることだ。短期的な予想に基づく割高に見える企業もあるかもしれないが、テクノロジーのイノベーションに投資する者にとって最終的に最も重要なことは、息が短いブームに左右されず、持続的かつ過小評価されている成長を実現できる次世代の真のリーダーを見極めることである。

## 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、全て投資者の皆様へ帰属します。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3.3%(税抜3.0%)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2.068%(税抜1.880%)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。