



## 成長株の下落がもたらすバリュエーションの変化と投資機会



2022年10月19日



フランク・カルーソ

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
米国成長株式運用 最高投資責任者

2022年は投資家にとって、特に成長株投資には厳しい年となっている。しかし、成長株の急速な下落は、バリュエーションの状況を劇的に変化させている。長期投資の観点で見れば、現在は、不確実性が高まる環境を乗り越え、長期にわたって安定した成長を実現できる質の高い企業に魅力的な価格で投資を行う機会が広がっていると、アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は考える。

2022年は成長株が大きく下落した。7-9月期に小幅な上昇を見せた後、9月23日までにS&P500指数が21.6%下落したのに対し、S&P500グロース指数は28.2%下落した。9月の下落前でも、グロース指数の予想株価収益率(PER)は8月31日までに20.4倍まで低下し、バリュエーションに対するバリュエーションのかい離幅(スプレッド)は約4年ぶりに過去10年の平均に近づいてきた(次ページの図表)。

### 高バリュエーション銘柄からの逃避

成長株が急落する中、特にバリュエーションが高いテクノロジー株は大きな打撃を受けた。ゴールドマン・サックスの不採算テクノロジー指数は、2021年のピークから2022年8月末までに70%近くも下落した。投資家は、その高い成長期待から人気を集めていたが、経営陣の能力や競争力面での差別化が図れず、今後優れた事業を構築し維持することが懸念されるような銘柄を明らかに敬遠した。

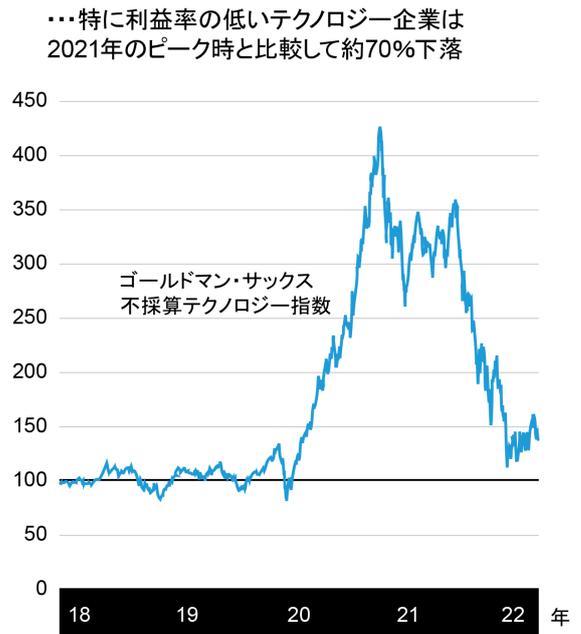
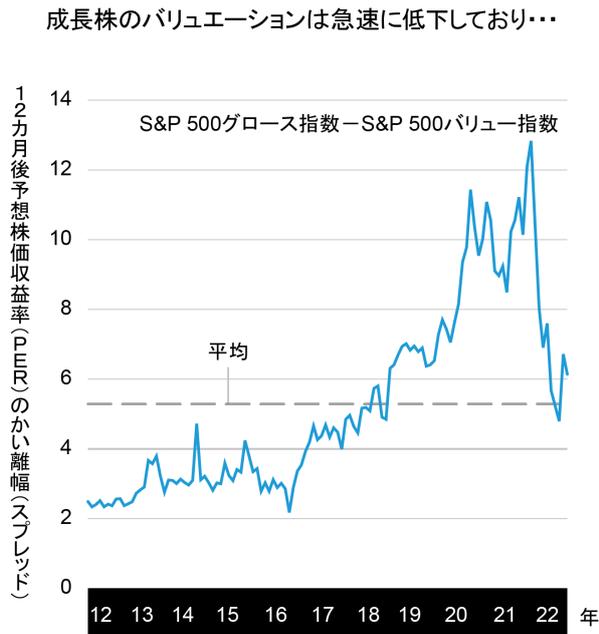
では、彼らはどこに投資先を向けたのだろうか。とりわけ2022年は、「安全への逃避」として、多くの投資家が公益事業や生活必需品など低ボラティリティ銘柄にシフトした。このため、これらの銘柄がかなり割高になったケースもある。もちろん、低ボラティリティ銘柄を魅力的なバリュエーションで取り込む優れた戦略もある(以前

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](#)。

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に関する過去の実績や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。

当資料は、2022年9月29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。当資料に掲載されている予測、見直し、見解のいずれも実現される保証はありません。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。

【図表】 成長株のパフォーマンスの急落は、質の高い企業への成長機会を提供



過去の実績や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。  
12ヶ月後予想PERは、ブルームバーグの予想PERに基づきます。  
2022年8月31日現在。出所：ブルームバーグ、ゴールドマン・サックス、S&P、AB

の記事『[Turning Less into More: Revisiting Equity Risk in a Volatile Year](#)』(英語)ご参照)。しかし、安全性を求めて高すぎるプレミアムを支払うと、市場のトレンドが再び変化したときに裏目に出る可能性がある。

**持続的な利益が安定した成長企業への道しるべ**

成長株のバリュエーションは、1年前よりもはるかに魅力が高まっているとABはみている。しかし、同時に、マクロ経済と市場の状況は特に厳しい。インフレの進行が金利上昇を促し、株式のバリュエーションを押し下げており、特にグロス株はその影響を大きく受けている。また消費者と投資家の間では景気後退懸念も顕在化してきた。

このような環境の中で、成長株の投資家は何をすべきだろうか？アクティブ運用の投資家は、総資産利益率(ROA)や投下資本利益率(ROIC)などの指標に基づき、持続的なビジネスモデルと高く安定した収益性を持つ企業に注目すべきであるとABでは考える。これらの特徴は、企業が強固なビジネス・ドライバーを有し、長期的な成長を支えるための投資を自ら利益を再投資することで賄うことができることを示す。

今日、このような企業を見つけることは難しいかもしれないが、見つけることができたならば、近年まれに見る魅力的なバリュエーションで取引されている可能性が高い。このような「持続的な成長企業」に投資を行うことで、今日の厳しいビジネス環境を乗り切ることができるポートフォリオを構築し、長期的により優れたリスク調整後リターンを獲得できるとABでは考える。

## 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。