



株式アクティブ運用の投資家に対する市場下落時の処方箋



2022年11月29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

クリストファー・コトウィッツ

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 シニア・リサーチ・アナリスト

株式投資家は、企業の根本的な業績に対する脅威が高まるなか、株価の急落により割安感が出てきたかを見極めようとしている。その答えは、企業によって異なり、勝ち組と負け組を識別するアクティブ運用が求められる。

株式市場は、2022年に入って生じた劇的な変化を受けていまだに動揺している。2020年から2021年にかけての強気相場の背景には、成熟企業よりも高成長企業のバリュエーションを押し上げた巨額の流動性の供給と低金利があった(以前の記事『[長期的なキャッシュフローへの確信を取り戻す](#)』ご参照)。残念ながら、資産価格の上昇に拍車をかけたのと同じ政策が、モノやサービスの価格上昇を促した。2022年半ばには、各国の中央銀行は1980年代初め以来の実体経済における急激

な物価上昇を抑制すべく、急速なペースでの利上げに踏み切った。

割引率の影響を超える意味

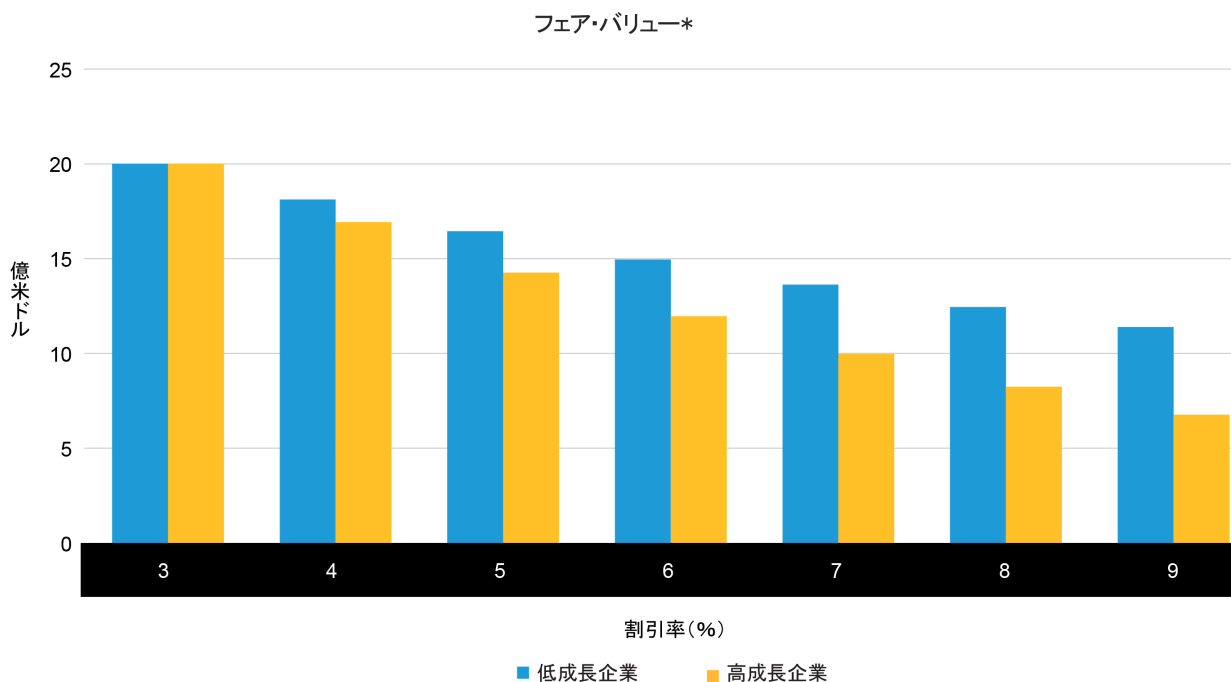
経済活動への利上げの影響は、現時点ではまだはっきりしない。しかし、株価には既に目に見える影響が生じており、グロース株が特に大きな打撃を受けている。株価下落のほとんどにおいて、株価バリュエーションの主な決定要因の1つである割引率の上昇が直接的な要因となっている(次ページの図表1)。割引率は、無リスクの基準金利に、評価対象資産の性質によって異なるリスク・プレミアム(またはスプレッド)を上乗せしたものである。明らかに、無リスク基準金利は上昇している。投資

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10月27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。

【図表1】 企業の種類別で見た割引率の上昇によるバリュエーションへの影響



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。

*例示のみを目的としています。低成長企業が創出するフリーキャッシュフローは1年目が94米ドルで、その後は年間3%増加するのに対し、高成長企業は1年目が12.50米ドルで、その後は年間20%のペースで増加すると想定。

出所:AB

家が要求する無リスク金利に対する上乗せ分に相当する株式のリスク・プレミアムは観測が難しいが、上昇はこれまでのところおおむね限定的とアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)はみている。

バリュエーション理論の技術的側面の背景には、投資家にとって重要な意味合いが隠れている。株式が金利上昇を主な理由に下落しているときは、市場は企業のファンダメンタルズに対する高まる脅威をまだ織り込んでいない可能性がある。業種や業界を問わず、金利上昇に伴い企業は借入コストの上昇に直面する一方で、金利上昇は経済活動を鈍化させる可能性があるほか、米ドル高による逆風も生んでいる。言い方を変えると、多くの投資家がこうした高まる不透明感を企業の利益予想にまだ反映させておらず、株価が急落した業種の企業の利益予想においてさえもそうした修正が行われていないとABではみている。そして、大方の利益予想は収益性が異常に高かった環境でなされたものであり、収益性は現在も持続不可能なほどに高い水準にあるようだ(次ページの図表2)。

ビジネスと株価におけるゆがみを切り離す

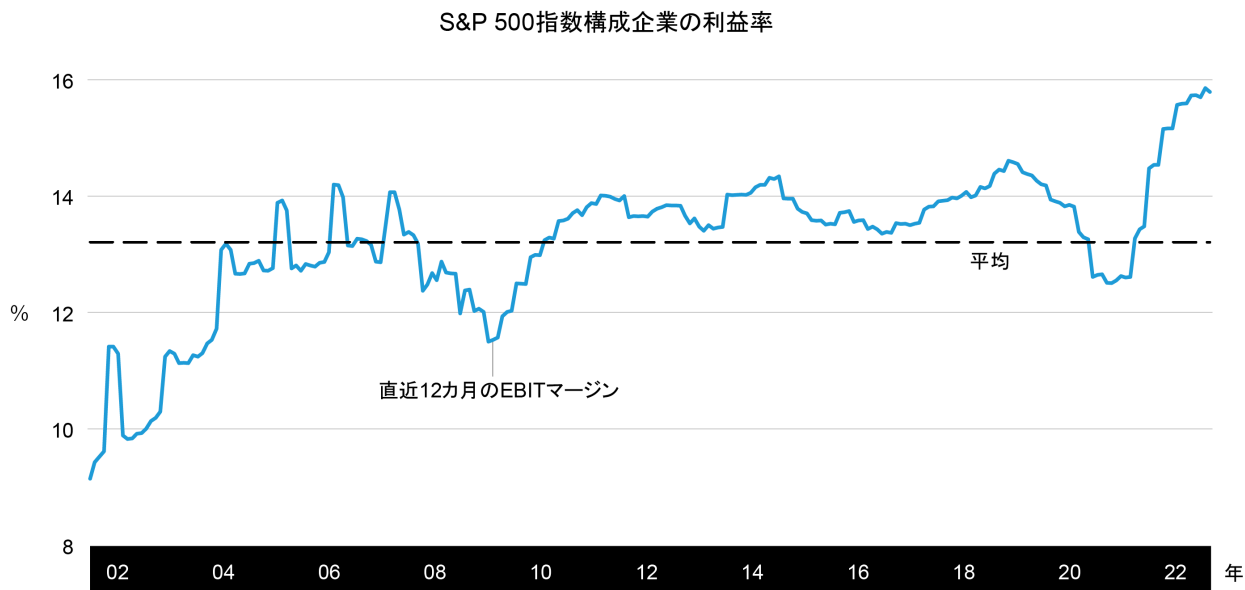
こうした状況が投資家に難題を突き付けている。バリュエーションを理解するためには、企業の潜在能力に対するゆがめられた見方を、持続的な長期トレンドから切り離さなければならない。コロナ禍の最中、需要のゆが

みが広がり、それからというもの収益性の見通しにひずみが生じている。現状、各種業界や企業の長期的な実績に照らしたときの基本的な傾向を明らかにする必要がある。パッシブ株式運用には、持続的な成長力が備わった企業を見極めるすべがない。アクティブ株式運用においては、ストレスに耐え、長い期間にわたり優れた業績と投資リターンをもたらす態勢が整った企業を特定するスキルを発揮するまたとない機会が生じている。

ゆがみは複数の要素が絡まって増幅してきた。株価は、株式市場に流入した大量のマネーによってゆがめられた。企業の決算は、影響の程度または時期が業界によってまちまちだったモノやサービスへの需要急増の波によってゆがめられた。物価は、サプライチェーンの麻痺によってゆがめられた。

一時的な影響によって株価バリュエーションが決まることは決してない。企業の株価には本来、一度限りの大当たりではなく、長期間にわたる優れた業績が織り込まれる。しかし、何らかの事象が12カ月から18カ月にわたり続くと、投資家は惑わされ、それらの事象は永続的なものであると信じ込むことがある。例えば、2020年におけるパンデミックに伴うロックダウンは、フィットネスバイクや家電製品、リフォームなど住宅中心の製品に対する需要急増をもたらした。

【図表2】 利益に対する脅威をよそに、米国の利益率は高水準を保っている

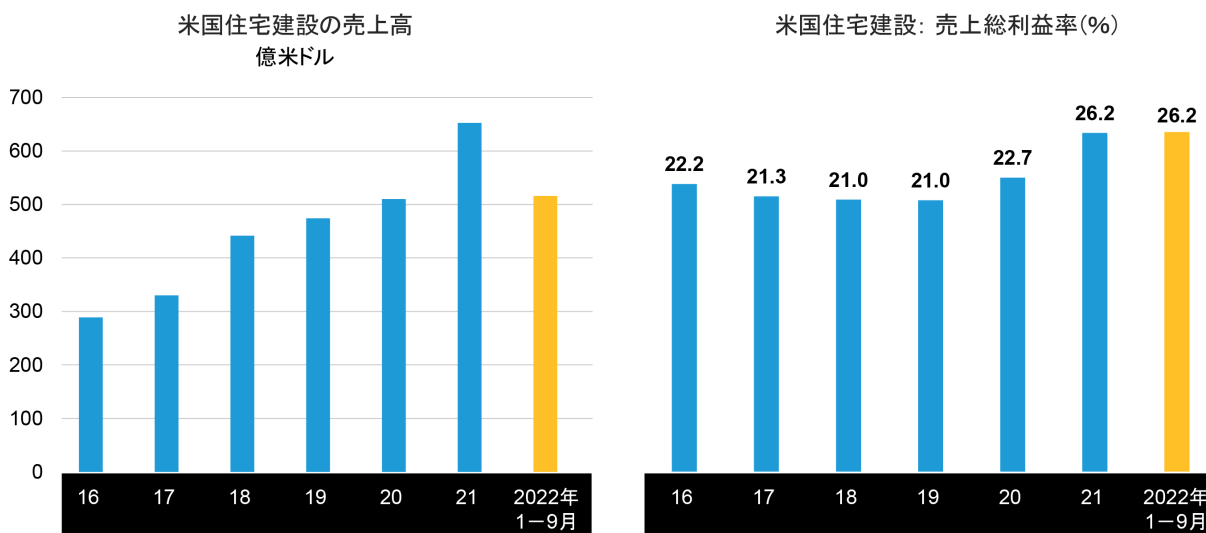


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
 直近12カ月の利払前税引前利益に基づく利益率
 2022年9月30日現在
 出所: ファクトセット、S&P、AB

収益性の観点から見てそれは何を意味するのだろうか。平時においては、収益性はその企業の「良(グッド)」「優(ベター)」「秀(ベスト)」製品の売上構成の影響を受けることが多い。「秀(ベスト)」製品は、「良」製品よりも高い価格で売れ、収益性がより高い。コロナ禍を経て、旺盛な需要により製品のリードタイムが長期化し、価格は

押し上げられた。その間、株価の上昇が消費者のバランスシートを強くし、購入価格に対する買い手の感応度を低下させた。とりわけ、住宅など高額な買い物に関する買い手の価格感応度が低下した(図表3)。コロナ禍後の価格構成は、供給不足の影響で客が仕方なく「優(ベター)」や「秀(ベスト)」製品を購入させられることが多く、

【図表3】 米国の住宅建設: 売上高と利益率は高水準を維持



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。
 米国3大住宅建設会社の米国証券取引委員会(SEC)への届出書におけるデータを合算したものに基きます。D.R.ホートンとレナーは2022年9月30日までのデータ、パルトグループは2022年6月30日までのデータ。
 2022年9月30日現在
 出所: 各社報告書、AB

極端な状態にあった。好景気がずっと続くと投資家が思い込むなか、この状況が幾度となく利益率をバリュエーションと共に記録的な水準に押し上げた。

一部の小売企業は、今後商品の値段を割引かなくても売れ続けるかもしれないと話していた。ところが、2021年半ばになると、需要はモノから、娯楽や旅行などのサービスにシフトし始めた。そして2022年になると、需要の持続可能性を過大評価していた小売企業は、在庫を解消する必要性が生じ、基本的に利益率をむしろ値下げを余儀なくされた(以前の記事『[インフレのピークはどこか？株式投資家が見逃してはならない兆候](#)』ご参照)。そしてこれは、中央銀行が利上げに踏み切る前の話である。

多くの業種が同じような状況に陥り、企業体質にかかわらず成長企業と成熟企業のいずれも打撃を受けた(以前の記事『[Finding Stocks with Staying Power: The Quality Dimension](#)』(英語。ホワイトペーパー日本語準備中)ご参照)。多くの場合において、一度限りの棚ぼた利益を得た企業には、過去の業績不振にかかわらず成長が永続的に続くという前提の株価がつけられた。これにより、リスクとリターンの関係は次第に魅力を失った。

不透明感が漂うなか安定した収益性を見つけ出す

当然ながら、こうした展開を受けて投資家の間に混乱が広がった。しかしABは、そうした不透明感にもかかわらず、株式を選定する際の確かな処方箋があると考えている。

疑わしいほど力強い収益性を達成している企業は避けるべきである。危険信号としては、実績に照らして異常に力強い総売上利益率や売上の伸び、異常に高い投資収益率などが挙げられる。

そうした企業ではなく、長期にわたり安定して高い総資産利益率(ROA)や投下資本利益率(ROIC)を達成している企業を特定すべきであるとABでは考える。これらの収益指標は「収益の質」を表す優れた情報である。その企業が利益を事業に再投資しているときは、特にそうである。収益性またはバリュエーションが一過性の影響ではなく、説明できる理由によって高いことを検証するというのがABの方針である。

この話の教訓は、継続できない業績が評価されてリターンが高くなっている企業を見極めるという点である。それらの銘柄は、潜在的なリターンに照らして高いリスクにさらされることになる(その逆もまたしかり)。要するに、ちょうどいい時にちょうどいい場所に居合わせたからといって、持続的に高い株価収益率が保証されるわけではないのである。宝くじで1億円を当てたばかりの借手への融資を検討している銀行を思い浮かべていただきたい。そうした棚ぼたは、借手の持続可能な年収とはみなされないはずである。

コロナ禍の企業の業績やバリュエーションを評価する際も、同じ指針を適用すべきである。規律あるボトムアップ型のファンダメンタルズ分析のプロセスを踏めば、投資家は各企業の状態を適切に把握し、リスクとリターンを冷静に評価できる。中央銀行の金融引き締めによる影響が明らかになるにしたがい、今後、株式投資家が不透明感の漂う状況を切り抜け(以前の記事『[株式市場の見通し：2022年末－2023年 ～不確実性の先に進路を描く～](#)』ご参照)、いずれ市場が回復する時に備えてポートフォリオを構築するには、これが最善の方法だろう。

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。